

1-1-1983

El desarrollo del sector financiero como motor del crecimiento económico en Colombia

David Portilla Bedon
Universidad de La Salle, Bogotá

Francisco Rodríguez Cruz
Universidad de La Salle, Bogotá

Follow this and additional works at: https://ciencia.lasalle.edu.co/maest_administracion

Citación recomendada

Portilla Bedon, D., & Rodríguez Cruz, F. (1983). El desarrollo del sector financiero como motor del crecimiento económico en Colombia. Retrieved from https://ciencia.lasalle.edu.co/maest_administracion/437

This Tesis de maestría is brought to you for free and open access by the Facultad de Ciencias Administrativas y Contables at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in Maestría en Administración by an authorized administrator of Ciencia Unisalle. For more information, please contact ciencia@lasalle.edu.co.

7.12
11.83
P852d

K. 30342

UNIVERSIDAD SOCIAL CATOLICA DE LA SALLE
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS
Postgrado en Administración

"EL DESARROLLO DEL SECTOR FINANCIERO COMO MOTOR
DEL CRECIMIENTO ECONOMICO EN COLOMBIA"

DAVID PORTILLA BEDON
FRANCISCO RODRIGUEZ CRUZ

Bogotá, D.E., 1983

UNIVERSIDAD SOCIAL CATOLICA DE LA SALLE
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS

"EL DESARROLLO DEL SECTOR FINANCIERO COMO MOTOR
DEL CRECIMIENTO ECONOMICO EN COLOMBIA"

Tesis de Grado presentada en
cumplimiento parcial de los
requisitos exigidos por la
Universidad para optar al título de "Magister en Administración"

Presentada por:

DAVID PORTILLA BEDON

FRANCISCO RODRIGUEZ CRUZ

Bogotá, D.E., 1983

UNIVERSIDAD SOCIAL CATOLICA DE LA SALLE
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS
Postgrado en Administración

Rector

Dr. JAIME GONZALEZ SANTOS

VICERRECTOR ACADEMICO: Dr.HERNANDO SEBA F.S.C.

SECRETARIO GENERAL DE LA
UNIVERSIDAD: Dr.CARLOS JAVIER GONZALEZ

DECANO DE LA FACULTAD DE
ADMINISTRACION DE EMPRESAS: Dr.RUBEN MARTINEZ MENDOZA

DIRECTOR DEL POSTGRADO: Dr. GERARDO EUSSE HOYOS

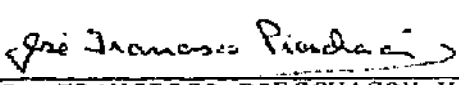
Bogotá, D.E., 1983

APROBACION

La Tesis de Grado titulada: EL DESARROLLO DEL SECTOR FINAN-
CIERO COMO MOTOR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO EN COLOMBIA",
presentada por los alumnos DAVID PORTILLA BEDON y FRANCIS-
CO RODRIGUEZ CRUZ, para optar al título de "Magister en
Administración"

HA SIDO APROBADA POR:

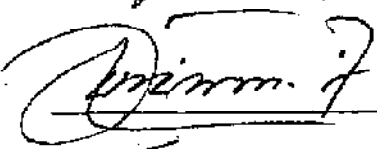
DIRECTOR DE TESIS:


Dr. FRANCISCO PIESCHACON V.

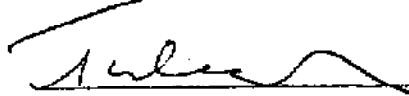
PRESIDENTE DEL JURADO:



JURADO:



JURADO:



Bogotá, D.E.,

AGRADECIMIENTOS

A la Universidad Social Católica de La Salle.

Al señor doctor FRANCISCO PIESCHACON VELASCO, Director de Tesis.

Al señor doctor GERARDO EUSSE HOYOS, Director del Postgrado.

ADVERTENCIA:

"Ni la Universidad ni el Jurado de Grado serán responsables por las ideas expuestas de los graduandos" (Artículo 93 del Código Estudiantil)

"En ningún caso se administrarán ideas en contra de la Doctrina Católica" (artículo 94 del Código Estudiantil).

La dificultad no está en las ideas nuevas, sino en escapar de las antiguas que, para quienes han sido educados como lo fuimos casi todos nosotros, se ramifican hasta invadir los últimos rincones de nuestro pensamiento.

J.M. Keynes

INDICE GENERAL

	<u>Pag</u>
PAGINA DEL TITULO	ii
PLANA ACADEMICA	iii
APROBACION	iv
AGRADECIMIENTOS	v
ADVERTENCIA	vi
INDICE GENERAL	vii
INDICE DE CUADROS	x
INDICE DE GRAFICAS	xii
INTRODUCCION	xiii
1. HACIA UNA TEORIA DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS Y EL DESARROLLO ECONOMICO	1
1.1. Procedimiento para apreciar la eficiencia de funcionamiento de un sistema financiero. Modelo con base en los supuestos tradicionales de la teoría de la producción y el capital	1
1.1.1. El modelo	4
1.1.2. Intermediación financiera	10
1.1.3. La influencia del cambio tecnológico	19
1.2. Estructuras financieras y desarrollo económico. Respuestas de las finanzas..	21
1.2.1. Desarrollo económico y pautas de ahorro-inversión	22
1.2.2. Respuestas de las finanzas al desarrollo económico	23
1.2.2.1. Pautas financieras	23
1.2.2.2. Pautas financieras y de ahorro-inversión	25
1.2.3. Estructuras financieras óptimas.	30
1.2.4. Las estructuras financieras sub-óptimas	32

	<u>Pag</u>
1,2.5, Respuestas de la economía al sistema financiero subóptimo ..	36
2.3. Repercusión del desarrollo económico en las estructuras financieras	38
2. LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN COLOMBIA	44
2.1. Evolución y características institucionales	44
2.1.1. Década de los años 20. Reorganización del sistema bancario	44
2.1.2. Principales rasgos financieros del período 1931-1950	49
2.1.3. Papel dinámico de la política monetaria en el período 1950-1970.	53
2.1.4. La década de los años 70	63
2.2. Una interrelación creciente en los factores y fases del desarrollo financiero y el crecimiento económico	74
2.2.1. Período 1920-1950	74
2.2.2. Crecimiento hacia "adentro".....	79
2.2.3. Crecimiento hacia "afuera"	88
2.2.4. Actividad económica, política económica y sector financiero en los años 70	96
2.2.4.1. Las Cuatro Estrategias.	97
2.2.4.2. La Reforma Financiera..	104
2.2.4.3. Reforma Tributaria	113
2.2.4.4. Plan "Para Cerrar la Brecha"	117
2.2.4.5. Manejo de la Bonanza Cafetera	119
2.2.4.6. Plan de Integración Nacional, PIN	123
2.2.5. La coyuntura económica y social a comienzos de los años 80. Plan "Desarrollo con Equidad" de la administración Betancur	127
3. RELACIONES ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO EN COLOMBIA	135
3.1. Planteamientos teóricos	135
3.2. La importancia de la política financiera en su contribución al crecimiento económico	138
3.2.1. El proceso de ahorro-inversión .	138
3.2.2. La importancia de las tasas de interés	151
3.3. La actividad económica general como determinante del desarrollo del sector financiero	156

	<u>Pag</u>
3.4. La importancia de la política económica: autonomía o respuesta?	158
3.4.1. Remoción de obstáculos para un mayor desarrollo financiero	158
3.4.2. Margen de autonomía de la política para el desarrollo del sector	159
4. EL MERCADO FINANCIERO Y LA ACTIVIDAD ECONOMICA	162
4.1. Aspectos generales del mercado financiero	162
4.2. Consolidación del mercado financiero colombiano	163
4.2.1. Predominio del mercado monetario	
Importancia de la política monetaria	166
4.2.1.1. Los encajes bancarios..	169
4.2.1.2. Las inversiones forzadas	170
4.2.1.3. Participación de los bancos de depósito en el mercado y ahorro financiero	171
4.2.2. Evidencia de un mercado fragmentado de capitales. La desintermediación financiera	179
4.2.3. Pérdida de vigor del mercado bursátil. Depreciación del valor de mercado de las empresas.....	186
5. EL SECTOR FINANCIERO COMO MOTOR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO	190
5.1. Discusión previa	190
5.1.1. Sector financiero-eje de concentración de capital	199
5.1.2. Sector financiero-eje de actividad especulativa	199
5.1.3. Sector financiero-contribución al desarrollo global	200
5.2. Políticas de fomento a los mercados de capitales	202
5.2.1. Condiciones previas para el desarrollo del mercado de capitales	202
5.2.2. El papel del mercado de capitales	204
6. CONCLUSIONES	209
BIBLIOGRAFIA	212
ANEXO 1. REPERCUSION DEL DESARROLLO ECONOMICO EN LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS	215

INDICE DE CUADROS

		<u>Pag</u>
Cuadro 2.1.	Composición (%) de la cartera por plazos del sistema bancario	82
Cuadro 2.2.	Cartera (millones) de los bancos comerciales	94
Cuadro 2.3.	Concentración del ahorro financiero por activos	101
Cuadro 2.4.	Ahorro institucional	102
Cuadro 2.5.	Corporaciones financieras oficiales. Fuentes de recursos (%)	106
Cuadro 2.6.	Corporaciones financieras privadas Fuentes de recursos (%)	107
Cuadro 2.7.	Recursos (millones) de las Corporaciones financieras	108
Cuadro 2.8.	Recursos patrimoniales (millones) de las Corporaciones financieras	114
Cuadro 3.1.	Origen por ramas de actividad del PIB a precios corrientes del mercado	140
Cuadro 3.2.	Estadísticas de ahorro financiero neto	143
Cuadro 3.3.	Estadísticas e indicadores financieros	145
Cuadro 3.4.	Inversiones totales de las Corporaciones financieras	147
Cuadro 3.5.	Corporaciones financieras privadas. Inversiones de capital.....	149
Cuadro 4.1.	Sistema financiero activo total..	173
Cuadro 4.2.	Participación porcentual de los Bancos de depósito en los activos del sistema financiero	174

	<u>Pag</u>
Cuadro 4.3. Participación en el ahorro financiero neto	175
Cuadro 4.4. Participación de los Bancos comerciales y la Caja Agraria en la captación de ahorro financiero neto.	177
Cuadro 4.5. Participación sectorial en los activos totales	178

INDICE DE GRAFICAS

	<u>Pag</u>
Gráfica 1. Tasas de crecimiento (%) de los recursos captados de las Corporaciones financieras	109
Gráfica 2. Participación anual de Bancos y Corporaciones financieras en la captación de Depósitos a Término	110
Gráfica 3. Crecimiento de recursos patrimoniales de las Corporaciones financieras	115
Gráfica 4. Participación porcentual que tienen las Corporaciones privadas y oficiales (ó mixtas) respecto al total de activos de las Corporaciones financieras	116
Gráfica 5. Participación del sistema financiero en el PIB total a precios reales de mercado	141
Gráfica 6. Relación ahorro financiero neto y producto interno bruto	144

INTRODUCCION

INTRODUCCION

Una planificación financiera inteligente para el desarrollo económico depende no sólo de conocer las formas en que puede esperarse que influyan sobre el proceso financiero y sobre las tasas de formación de capitales y de desarrollo económico las diversas medidas de orden financiero, sino también de conocer qué tipos de instituciones, medios y mercados financieros son los más adecuados para el desarrollo económico en las diversas etapas del proceso, y qué condiciones y políticas se requieren para el desarrollo de tal estructura financiera óptima.

El desarrollo económico se manifiesta de muy diversas maneras con muchas pautas diferentes de ahorro y de inversión. Cada pauta concreta de desarrollo "reclama" una estructura particular de los activos financieros, los mercados financieros y las instituciones financieras. Con todo, y por varios motivos, la estructura financiera puede no adaptarse en forma óptima a la pauta concreta de crecimiento y constituirse así en obstáculo para el desarrollo en cuanto deprime los niveles de ahorro y de inversión

y, especialmente, en cuanto canalice mal el ahorro hacia las oportunidades de inversión.

Dada la conformación ahorro-inversión del desarrollo económico, no será cualquier estructura financiera la que funcione eficientemente. El sistema financiero debe ser, además, capaz de cambiar prontamente en respuesta a modificaciones de la pauta mencionada.

La experiencia vivida hasta ahora, señala una interrelación creciente entre el proceso de desarrollo de la economía y el sector financiero. Las investigaciones realizadas en este campo revelan que en la mayoría de los países existe cierto paralelismo entre desarrollo económico y desarrollo financiero, siempre que se considere un período relativamente largo.

El desarrollo económico supone acumulación de capital-dinero y, por ende, tiene su influencia sobre el desarrollo del sector financiero. Pero, por otra parte, se podría llegar a afirmar que el desarrollo financiero va un poco a la vanguardia en el sentido de que es un elemento que puede propiciar o frenar el desarrollo económico según cree o no las condiciones de fluidez que toda sociedad en desarrollo requiere.

Por esto, las Finanzas tienen una importancia respecto al ritmo y dirección del desarrollo económico, especialmente en cuanto al estímulo a la inversión, la innovación y el crecimiento, de una parte, y de otra, en cuanto al margen de acción de la actividad económica general como repercusión en el desarrollo. Siguiendo este lineamiento, las posibles relaciones causales y de retroacción entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, son los distintos aspectos que tienen que explorarse para valorar el papel que juega el sector financiero, resaltando, para el caso colombiano, las contribuciones potenciales que ofrecen al desarrollo las políticas financiera y económica, en la actividad económica.

Enfatizando, entonces, en la concordancia que debe existir entre la fase de crecimiento y desarrollo de una economía y las políticas monetaria y financiera empleadas, y considerando que el crecimiento económico se encuentra dentro de las necesidades básicas de la mayoría de los países, se puede afirmar que la formación de capital se constituye en uno de los problemas claves.

No existe crecimiento económico sin inversión y la formación de capital demanda ahorro. Los mercados de capital bien organizados pueden promover tanto una formación de ahorro como la rapidez en el proceso del préstamo. Inte-

resa, entonces, relieves el papel que debe cumplir el mercado de capitales en la economía colombiana como respuesta a las demandas de crecimiento y desarrollo y como factor de refuerzo de la actual capacidad del sistema financiero, de manera que pueda convertirse el sector financiero en un sector de arrastre.

1.HACIA UNA TEORIA DE LAS ESTRUCTURAS
FINANCIERAS Y EL DESARROLLO ECONOMICO

1. HACIA UNA TEORIA DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS Y EL DESARROLLO ECONOMICO

- 1.1. Procedimiento para apreciar la eficiencia
de funcionamiento de un sistema financiero.
Modelo con base en los supuestos tradicionales
de la teoría de la producción y el capital

El desarrollo económico depende principalmente de incrementos en la capacidad de producir bienes y servicios que posee una comunidad. De ahí que la mayoría de los modelos de desarrollo contemplen la capacidad de producción sobre la base de que la capacidad existente y la efectivamente utilizada difieren poco a la larga. En otros términos, la mayor parte de los enfoques teóricos sobre desarrollo partende la premisa de que la producción dada lo es en términos de un pleno empleo. Por otra parte, mucha de la teoría financiera moderna consiste en la elaboración del análisis Keynesiano de la renta y, como tal, se presenta ligada a variables macroeconómicas -demanda para la inversión, demanda para consumo-, cuyas fluctuaciones re-

gulan la tasa de utilización de la capacidad de producción existente. Sin embargo, no es probable que la demanda, a la larga, difiera mucho de la capacidad de producir y, en consecuencia, parece razonable que en la teoría financiera orientada hacia los problemas del desarrollo económico se acepte que los desajustes de este tipo son de poca importancia. Por tanto, la posibilidad de una infrautilización de la capacidad de producción se deja a un lado en las consideraciones que siguen.

El sistema financiero -según nuestro enfoque- consiste en un conjunto de instituciones que canalizan en diversas formas recursos desde los entes económicos que operan con excedentes (ingresos superiores a los gastos) hacia los que operan con déficits (ingresos menores que los gastos).

Este modo de ver nos permite establecer esquemas de oferta y de demanda de recursos crediticios, que supondremos elásticas en función del interés. El funcionamiento del sistema financiero hace posible una redistribución de poder adquisitivo en la que los entes que tienen recursos sobrantes los transfieren a aquéllos que experimentan déficit de los mismos. Quienes toman prestado se obligan a pagar capital e intereses, y el costo de estos intereses tiene la

función de racionar la utilización de los recursos entre los destinos alternativos que se les ofrecen. Supuesto que sean diferentes, como han de serlo, las preferencias de prestamistas y prestatarios en materia de gastos, la redistribución de recursos monetarios entrañan una redistribución de recursos físicos dirigida a la utilización más eficiente de éstos y, por tanto, hace posible un incremento de ingresos de costo nulo, aparte del que representa la intermediación financiera.

La intermediación financiera habilita a los empresarios para disponer de factores de producción en mayor cantidad de la que podrían conseguir sólo con sus propios recursos. En el factor demanda y el factor productividad repercute, en consecuencia, la corriente financiera; y aquí se trata de examinar la naturaleza de la relación entre corriente financiera y producto nacional bruto. Una vez determinada la relación entre intermediación financiera y producto nacional bruto, podrá pasarse a considerar la relación entre factor demanda, factor productividad y corriente financiera, así como también a establecer en términos generales, las exigencias financieras del desarrollo económico general.

1.1.1. El modelo

Supongamos que el proceso de desarrollo ^{1/} puede explicarse en términos de una función de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala. Se tendría así:

$$P = bk^{\alpha} L^{1-\alpha} \quad [1.1]$$

Donde:

P = producto

L = trabajo

k = capital

Se hace uso de esa ecuación particular en razón de su gran simplicidad, ya que los exponentes expresan las elasticidades de cada factor y, en condiciones competitivas -vale decir, si el producto marginal del factor equivale a su tasa de retribución-, expresan también la participación del producto correspondiente a cada factor, ésto es, la distribución del ingreso. Por último, la ecuación supone una elasticidad unitaria de sustitución entre factores. Los productos marginales netos están dados por las derivadas parciales:

^{1/} Solis, Leopoldo y Gurley, John. Estructura financiera y desarrollo económico. Buenos Aires, Edit. Del Instituto, Serie Ocre, 1965, pp. 189-200.

$$\frac{\delta P}{\delta L} = b k^{\alpha} (1-\alpha) L^{-\alpha} = b(1-\alpha) \left(\frac{K}{L}\right)^{\alpha} \quad (1.2)$$

$$\frac{\delta P}{\delta k} = b L^{1-\alpha} \alpha k^{\alpha-1} \quad (1.3)$$

lo que, supuesta la competencia perfecta, nos permite determinar la participación de cada factor en el producto

$$\frac{\delta P}{\delta L} L = (1-\alpha) P \quad (1.4)$$

$$\frac{\delta P}{\delta k} k = \alpha P \quad (1.5)$$

Se supone por el momento que el único objetivo de la actividad financiera es la formación de capitales; asimismo, que los incrementos de la masa de capitales se financian:

- Con recursos internos de las explotaciones,
 π .

- Con préstamos que designaremos por F .

De tal modo $\Delta K = \pi + F$, o sea, que π y F sumados,

brindan los recursos necesarios para financiar incrementos dados de la masa de capitales*.

En la práctica F abarca el total del ahorro transferible y entendemos por intermediación financiera el proceso de transferir ahorro desde los prestamistas a los prestatarios. En este sentido, la intermediación incluye los recursos que pasan por el sistema bancario, o a través de otras instituciones, o directamente, de los prestamistas a los prestatarios. Se si-

* No es preciso tener en cuenta la utilización de beneficios no distribuidos o préstamos para el pago de la nómina de sueldos. Es obvio que, de un modo general, los bienes intermedios y los bienes necesarios para la subsistencia de los trabajadores integran la masa de capitales. Pero, como nos dice Stigler, "el concepto del capital de Böhm-Bawerk, como capital adquisitivo o particular, se define con alcance comprensivo no sólo de todos los bienes productivos, sino de los bienes durables de consumo y de los medios de subsistencia adelantados por los empresarios a sus trabajadores". (Positive Theory).

La definición del capital en Douglas excluiría los bienes no productivos de interés, y por tanto elimina los bienes durables de consumo, concepto que aquí se adopta, aunque quizás sea algo estrecho. Así, pues, el capital lo constituye el capital fijo y circulante, incluida la tierra y los edificios.

Por el momento, se supone que los bienes no constitutivos de capital no se financian por los conductos regulares del sistema financiero. Más adelante, tal suposición será menos rígida.

(Paul Douglas: Are there laws of production? American Economic Review, 1948).

que que el efecto de la intermediación financiera sobre el mercado de bienes es producido por vía de la influencia de la formación de capitales sobre el producto interno bruto y admite medición en términos del producto marginal del capital, previo reajuste según la parte de la formación de capitales de que da cuenta la reinversión de recursos internos de las explotaciones.

Introduzcamos ahora en el análisis el elemento tiempo en forma explícita

$$\frac{dP}{dt} = \frac{\partial P}{\partial k} \cdot \frac{dk}{dt} + \frac{\partial P}{\partial L} \cdot \frac{dL}{dt} \quad (1.6)$$

y supóngase para el incremento de capitales

$$\frac{dk}{dt} = \frac{dF}{dt} + \frac{d\pi}{dt} \quad (1.7)$$

La derivada con respecto al tiempo de la función de producción, utilizando las tasas de variación, será

$$\frac{1}{P} \frac{dP}{dt} = \frac{\alpha}{k} \left(\frac{dF}{dt} \right) + \frac{\alpha}{k} \frac{d\pi}{dt} + \frac{1-\alpha}{L} \frac{dL}{dt} \quad (1.8)$$

Para un incremento del producto bruto per cápita, sin cambio tecnológico, $\frac{dL}{dt} < \frac{dk}{dt}$, y a medida que aumenta la masa de capitales, la relación trabajo-capital

baja, como baja también $\frac{\delta P}{\delta k}$; para incrementos dados de k , los rendimientos de P son de carácter decreciente.

Así, para una tasa constante de incremento del producto interno bruto, A , se tendrá:

$$A = \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, \text{ y sustituyendo en (1.8),}$$

$$A = \frac{\alpha}{k} \frac{dF}{dt} + \frac{\alpha}{k} \frac{d\pi}{dt} + \frac{1-\alpha}{L} \frac{dL}{dt} \quad (1.9)$$

Dado que π , los beneficios reinvertidos, dependen de la participación constante del capital en el producto, αP , es probable su incremento a la misma tasa de producto bruto, y así,

$$A = \frac{1}{\pi} \cdot \frac{d\pi}{dt}, \text{ de donde } \frac{d\pi}{dt} = \pi A$$

Y el incremento de la intermediación financiera resulta ser

$$\frac{dF}{dt} = \frac{k}{\alpha} \left(PA - \frac{\alpha}{k} \pi A - \frac{1-\alpha}{L} \frac{dL}{dt} \right) \quad (1.10)$$

Adviértase que $\frac{dk}{dt}$ es la media ponderada de las tasas de incremento de π y de F a lo largo del tiempo, y que la intermediación financiera tiene que equilibrar el incremento de π a la tasa A , creciendo a una

tasa mayor que la de alza secular $\frac{dk}{dt}$.

En resumen, el modelo expresa el concepto de que el financiamiento externo debe constituir una parte creciente de la inversión total, a causa de que la inversión debe incrementarse más rápidamente que el producto bruto nacional, en razón de la productividad marginal decreciente, mientras los beneficios no distribuidos aumentarán sólo en proporción constante con el producto bruto nacional.

El desarrollo de la intermediación financiera depende, pues, de la tasa de inversión, la tasa de reinversión, el coeficiente del trabajo y el incremento del trabajo y del producto bruto.

Según nuestros supuestos previos, cuando la masa de capitales aumenta en relación con las fuerzas del trabajo, se producen cambios en las tasas del salario real. Sin embargo, las proporciones distributivas no se modifican, en razón de que el producto marginal del capital decrece en forma tal que compensa exactamente el incremento de éste en proporción con el del trabajo. Por tanto, resulta claramente determinada la tarea de la intermediación financiera. Para que ésta pueda contribuir al aumento del ingreso per cápita, debe desarrollarse en una medida que

mantenga en alza las tasas de formación de capitales, que compensen los rendimientos decrecientes del capital y que eleve la relación capital-trabajo.

1.1.2. Intermediación financiera

Cuando los centros de producción existentes amplían su escala de operaciones, o cuando se le incorporan otros nuevos, se produce un incremento de k . Aquéllos constituyen generalmente un riesgo de crédito mejor, y por lo regular propenderían a utilizar financiamiento externo, pero también podrían ser ahorristas netos, circunstancialmente, y contribuir a la oferta de recursos crediticios de que puede disponer el sistema financiero. Por otra parte, las empresas nuevas y pequeñas, serían por lo general peores riesgos de crédito, y la mayoría de las veces constituirían ahorristas netos, para el sistema financiero, en cuanto reservan recursos con destino a amortizaciones. Las pequeñas empresas utilizan principalmente los beneficios no distribuidos, junto con otra fuente de recursos tales como anteriores ahorros de los dueños, para hacerse de capitales. Esas empresas mantendrán parte de su capital circulante en forma de depósitos bancarios destinados a atender sus operaciones corrientes. De ello surge una limitación para el modelo anteriormente

trazado, en el que se presupone que el mercado financiero opera con recursos provenientes de beneficios retenidos. Sin embargo, la conclusión es que las pequeñas empresas, proporcionalmente, disponen de menos crédito bancario neto que las grandes. En una economía subdesarrollada tal cosa es aún más cierta.

El punto de relieve, en el caso, es el de que la estructura industrial de un país, y las modificaciones de esa estructura, influyen en el valor de F . Una modificación en la estructura industrial (importancia relativa de las pequeñas empresas, grado de monopolización, industria pesada vs. industria liviana), altera la tasa de incremento de la corriente financiera que se requiere y es indispensable para el mantenimiento de una tasa dada de incremento del producto bruto.

Del mismo modo, la distribución del ingreso influye en dos formas sobre el sistema financiero:

- Por las distintas propensiones del capital y del trabajo a ahorrar sobre la parte del producto que reciben.
- Por variaciones en el grado en que, dentro de los mismos entes económicos, se produce ahorro

total por un lado, e inversión por otro.

El volumen total de ahorro y la importancia del financiamiento interno, a su vez, determinan la magnitud de la intermediación financiera que se requiere.

Por definición, el ahorro no invertido por los entes ahorristas se canaliza a través del sistema financiero. Luego, los factores determinantes del incremento de la intermediación financiera requerida son los siguientes:

- Productos marginales del capital y del trabajo.
- Distribución de los ingresos.
- Propensiones a ahorrar.
- Propensión a reinvertir el ahorro directamente en el mismo ente económico.

Dada la información en cuanto a estos puntos, se podrían derivar las tasas de incremento de la intermediación financiera necesarias para las tasas de incremento del producto bruto que se buscan. Vease la ecuación (1.10). Con todo, deberá tenerse en cuenta que el procedimiento que seguimos comporta afirmar que el incremento necesario de F , está condicionado por el incremento de la producción y las

variables relacionadas con el mismo que se han dejado enunciadas.

De todos modos, es de esperar que en la práctica la intermediación financiera crezca a una tasa más rápida que la mínima necesaria para el incremento del producto bruto, en razón de los préstamos concedidos para consumo y otros fines no relacionados directamente con la formación de capital. Es decir, que si no se mantiene rígidamente la presuposición de que todo el ahorro canalizado por F produce incremento de k y se admite que el sistema financiero destine recursos para crédito a los consumidores y a otros fines no productivos, se tendrá $F = F^* + F_0$ en que F^* representa los préstamos que sustentan formación de capitales y F_0 los préstamos para otros destinos, en especial, los de consumo.

Si se concede lugar en nuestro modelo al crédito para consumo, resulta claro que la intermediación financiera puede ser mayor que la necesaria para producir efecto directo sobre el desarrollo económico. Las instituciones financieras otorgan crédito en sostén de las ventas a plazos, y efectúan adelantos para la compra y mantenimiento de todo tipo de activos, como por ejemplo, bienes producidos en períodos de producción anteriores, bienes durables de consumo

de segunda mano, alhajas, piezas de arte, etc.*. Todas estas cosas inciden sobre la capacidad, los recursos y las técnicas de las finanzas, pero no agregan nada, directamente, a la actividad productiva y al incremento del producto bruto.

Sin embargo, aunque el sistema financiero no contribuye directamente a la formación de capitales cuando disipa en préstamos para consumo, el ahorro transferible, éste sería otro modo de contrarrestar un vacío deflacionario de tipo Keynesiano, al actuar aquél sistema en el sentido de incrementar la demanda efectiva total. Pero las instituciones financieras también podrían agrandar el vacío. La intermediación financiera puede, por este camino, influir sobre la estabilidad económica, tanto como sobre el crecimiento económico, y vemos aquí otra manera en que F puede actuar sobre P.

Los préstamos para consumo comportan, por lo general, altos riesgos y elevados costos administrativos. Asimismo, en una economía en expansión, la elasticidad en función del interés de la demanda de préstamos de

* Los préstamos para adquisición de instrumentos financieros constituyen operaciones intrafinanciera de compensación. No es preciso considerar este aspecto del proceso de intermediación.

consumo es generalmente menor que la de la demanda de préstamos para inversión. Aun cuando la distribución de los recursos de los intermediarios financieros entre la inversión y el consumo, tiende a experimentar variaciones cíclicas, a la larga el crédito de consumo propendería a adquirir mayor importancia relativa frente a los préstamos para inversión. Cíclicamente, si se produce un vacío deflacionario entre el ahorro preexistente y la inversión, los bancos pueden reducirlo desviando de la inversión hacia fines de consumo parte del ahorro transferible. Esto debe contribuir a un reajuste estabilizador de las erogaciones de consumo, que amortigue la influencia inestabilizante de las variaciones cíclicas en las erogaciones de inversión. Pero también pueden los bancos actuar en sentido contrario y reducir el crédito para consumo en momentos en que la demanda para inversión resulte insuficiente para absorber la oferta de ahorro disponible. De uno u otro modo, su proceder ejercerá efectos en cuanto al volumen de ingresos y el curso del desarrollo.

Los préstamos para fines de consumo permiten a los consumidores disociar el momento o los momentos del pago de bienes adquiridos del momento o de los momentos de percepción de sus ingresos. Esto tiene la consecuencia de facilitar la divisibilidad de los

bienes, permitiendo a los consumidores equilibrar las utilidades marginales que les producen los gastos diversificados de sus ingresos y, por tanto, obtener un beneficio máximo de éstos. Además, en la medida en que los préstamos a consumidores expanden el consumo, facilitan el desarrollo de los mercados de masa y la constitución de unidades de producción de magnitud más eficiente, con la reducción de costos y la contribución al incremento de los ingresos reales que todo ello significa.

Los recursos prestados pueden determinar modificaciones en el poder de disponer de los factores productivos tanto como en el relativo a los bienes. Al contribuir a la liquidez general del sistema económico-el mercado de recursos crediticios acrecienta la movilidad de los factores de la producción y la de los productos. La liquidez sustentada por el mercado de recursos para préstamos influye, asimismo, en las decisiones relativas al gasto, al modificar las propensiones de quienes reciben ingresos en el sentido del consumo o del ahorro. Así pues, además de contribuir al financiamiento de la inversión, los intermediarios financieros lo hacen al bienestar económico en las siguientes formas:

- Permitiendo variaciones deseadas en la distri-

bución a lo largo del tiempo de las erogaciones para consumo imputadas a ingresos.

- Aumentando la liquidez general del sistema económico.
- Regulando la utilización del ahorro e influyendo de tal manera sobre la estabilidad de la economía.

Este último factor reviste particular importancia por su significación en las tasas de formación de capitales y de incremento del producto interno bruto. El razonamiento puede quedar resumido de este modo: el ahorro transferible (F), movilizado a través del sistema financiero, puede utilizarse en dos formas:

- Para conceder préstamos con destino a financiar formación de capitales (F^*).
- Para conceder préstamos con otros destinos (F_0).

El mayor provecho, el riesgo, etc., son consideraciones que pesan en las decisiones de los prestamistas sobre distribución de los recursos entre los diversos destinos posibles. Evidentemente, las condiciones necesarias del desarrollo financiero expresadas por

la ecuación (1.10), sólo son aplicables a F^* . Por tanto, la corriente financiera debe incrementarse a tasas superiores a las que correspondería a la simple formación de capital, prescindiendo de los efectos de la utilización del crédito para financiar consumo y otros tipos de gastos. En la medida en que los prestamistas destinan recursos a financiar el consumo, la especulación, etc., aminora F^* y aumenta la posibilidad de que el financiamiento obre como obstáculo para el incremento del producto interno bruto, pero reduce la posibilidad de que la demanda efectiva pueda obrar como traba de ese mismo incremento.

Adviértase que el incremento del producto interno bruto tiene un "plafond" de capacidad para la intermediación financiera que es difícil de precisar. La flexibilidad administrativa de las instituciones financieras para atender operaciones de magnitud creciente, es bastante grande en los países que experimentan una inflación acelerada. La intermediación financiera, desde el punto de vista de la capacidad administrativa para el manejo de la corriente financiera, tiene una flexibilidad ascensional de la que carece el producto interno bruto. Con todo, dado que la intermediación financiera es una función de incremento del producto interno bruto -en el sentido de que el volumen de ahorro transferible depende de la renta-, su

tasa propia de incremento seguirá el ritmo de la expansión del producto interno bruto hasta alcanzar el "plafond" mencionado.

1.1.3. La influencia del cambio tecnológico

Las modificaciones en la técnica tienen influencia directa sobre la intermediación financiera. Si son de índole economizante de capitales, aliviarán la presión por unidad del producto sobre el sistema financiero, pero, por otra parte, si son de índole economizante de fuerzas de trabajo, aumentarán aquella presión. Por tanto, la posibilidad de que F^* trabe a P , puede también aumentar, bajo determinadas condiciones, en razón de los cambios tecnológicos*.

En la hipótesis de una modificación de la técnica que sea economizante de fuerzas de trabajo, de modo que -más allá de un punto crítico-, se necesite menos trabajo y más capital, por cada unidad del producto, el resultado será requerir mayor F^* . Si, además, se deja a un lado el supuesto de una elasticidad de sus-

* La elasticidad unitaria de sustitución de Cobb-Douglas supone proporciones de los factores independientes de los cambios tecnológicos. Sin embargo, una modificación de la técnica de tipo no neutral, puede alterar las proporciones al variar los coeficientes de utilización.

titución unitaria de capital y trabajo, y en cambio se acepta que la elasticidad de sustitución puede estar entre 0 y 1, el incremento del producto interno bruto tendería a ser de especie predominantemente intensiva en cuanto a empleo de capital, y sería imposible obtener determinadas tasas de incremento del producto interno bruto a menos que el sistema financiero fuese lo bastante flexible como para recanalizar recursos desde F_0 a F^* (o crear, en otra forma, mayor disponibilidad de capitales invertibles) que alcancen a servir la tendencia del cambio tecnológico hacia la economización de trabajo. Si así no fuera, el sistema financiero obraría como obstáculo para el desarrollo económico.

En los países menos desarrollados, el crecimiento económico es el objetivo primario de la política económica. El tiempo libre, el aumento del nivel actual de consumo, u otros objetivos de índole semejante, pasan a segundo término frente al desarrollo económico, y es preciso aceptar de plano el hecho de que éste es el principal objetivo de la política social. De ahí que para estudiar los problemas de estos países, hay que preocuparse por los modos en que pueden surtir efectos las innovaciones financieras a fin de acrecentar las tasas del ahorro y de la formación de capital, así como de promover eficiencia productiva

e incremento de la capacidad de producción. Se deberá contemplar, también, las formas en que la intermediación financiera puede ser afectada por modificaciones de diversas variables reales del proceso de desarrollo.

1.2. Estructuras financieras y desarrollo económico. Respuestas de las finanzas

El desarrollo económico se manifiesta de muy diversas maneras, con muchas pautas diferentes de ahorro y de inversión. Cada pauta concreta de desarrollo "reclama" una estructura particular de los activos financieros, los mercados financieros y las instituciones financieras. Con todo, y por varios motivos, la estructura financiera puede no adaptarse en forma óptima a la pauta concreta de crecimiento, y constituirse así en obstáculo para el desarrollo en cuanto deprime los niveles de ahorro y de inversión, y especialmente en cuanto canalice mal el ahorro hacia las oportunidades de inversión.

Contra una estructura financiera subóptima de esa especie, la economía reacciona siempre, de una manera u otra. Para empezar, la adopción de decisiones económicas tenderá a hacerse más centralizada frente a un sistema financiero deficiente en sumo grado,

y la centralización adoptará alguna de las diversas formas posibles. O si no, el Estado podrá modificar la estructura financiera con el objeto de capacitarla para sustentar niveles superiores y más eficientes de ahorro y de inversión. O se podrá forzar el ahorro hacia niveles más altos a través de un proceso inflacionario. Por otra parte, y recurriendo a los programas de ayuda exterior, el Estado podría sustituir ahorro interno con ahorro externo, valiéndose de estructuras financieras extranjeras, a falta de una adecuada en el orden nacional. Finalmente, la economía podrá acomodarse a tasas inferiores de crecimiento del producto bruto, compatibles con el sistema financiero de que se disponga.

1.2.1. Desarrollo económico y pautas de ahorro-inversión

El ahorro interno puede ser promovido por el sector oficial, por vía de un superávit de los ingresos impositivos frente a los gastos gubernamentales de consumo, o puede obtenerse por decisiones voluntarias del sector consumidor o del sector empresario; este ahorro se manifestará, predominantemente, en la esfera agraria o en el de la actividad industrial. El ahorro interno puede también "forzarse" mediante el proceso inflacionario. Además, algunas economías

procuran elevar el ahorro y la inversión mediante la centralización en la adopción de decisiones, mientras otras persiguen igual objetivo en un marco de descentralización, dentro del cual el sector empresa y el sector doméstico, disfrutan de considerable autonomía para sus decisiones en cuanto a ingresos y gastos.

El desarrollo no se ajusta a un proceso de avance constante, en el que todas las variables crecen anualmente en el mismo porcentaje. Aunque puedan no ser frecuentes los cambios drásticos, el crecimiento tiene sus detenciones y despegues. El ímpetu de crecimiento llega primero desde una parte de la economía y luego desde otra, a veces dentro de un determinado marco económico y a veces dentro de otro. Las viejas pautas de crecimiento están dando siempre paso a otras nuevas.

1.2.2, Respuestas de las finanzas al desarrollo económico

1.2.2.1. Pautas financieras: A cada pauta concreta de ahorro-inversión, en un proceso de crecimiento, corresponde una estructura financiera óptima diferente. Cada configuración concreta de crecimiento real trae consigo su propia ofer-

ta de obligaciones primarias y su propia demanda de activos financieros, no sólo en cuanto a cantidades totales, sino a composición. Y, en consecuencia, cada pauta de crecimiento posee su propio conjunto óptimo de activos y mercados financieros y de instituciones financieras.

El financiamiento directo entre unidades con superávit y unidades deficitarias, resulta especialmente facilitado por el desarrollo de mercados financieros para aquellas obligaciones primarias que afluyen en volumen considerable. El financiamiento indirecto crece en forma notable al establecerse instituciones financieras que adquieren obligaciones primarias y ofrecen a las unidades con superávit los activos financieros que éstas demandan.

Dada la conformación ahorro-inversión del desarrollo económico, no será cualquier estructura financiera la que funcione eficientemente. Algunas pautas de crecimiento, por ejemplo, podrán lanzar predominantemente títulos públicos y provocar una fuerte demanda de depósitos de bancos comerciales y de dinero. Otras conformaciones de crecimiento podrán crear pasivos elevados de consumidores y empresas y provocar quizás una demanda considerable de seguros, pensiones y depósitos de ahorro. A veces el proceso de desarrollo

será financiado eminentemente por medio de emisiones de acciones y otros valores particulares, lo cual entrañará la demanda de mercados de valores eficientes, de entes inversionistas intermediarios y de otras instituciones financieras de especie parecida. La inflación afecta la pauta ahorro-inversión y determina una oferta diferente de valores primarios y una demanda diferente de activos financieros que, a su vez, exigirán mercados financieros e instituciones financieras diferentes.

1.2.2.2. Pautas financieras y de ahorro-inversión: Podemos señalar ciertas conexiones entre ahorro e inversión, por una parte, y emisiones de obligaciones primarias y de adquisiciones de activos financieros, por otra; algunas de las formas en que las diversas pautas de desarrollo económico inciden en la conformación ahorro-inversión, y, como consecuencia de ello, en las estructuras financieras, son:

Emisiones primarias y acumulación de activos financieros:

Si en un sector de unidades económicas se tiene sólo inversión corriente, pero no ahorro corriente, sus erogaciones se financiarán en parte mediante emisiones

netas de obligaciones primarias y en parte con la disminución de las existencias de activos financieros. Viceversa, si un sector sólo tiene ahorro corriente, y no inversión corriente, destinará parte de su ahorro a cancelar obligaciones primarias en circulación y parte a adquirir activos financieros. Por lo tanto, las emisiones netas de obligaciones primarias en un sector dado, tienden a aumentar con sus gastos de inversión y a disminuir cuando crece su ahorro corriente. Las adquisiciones netas de activos financieros en un sector dado, ofrecerán una tendencia opuesta a la anterior.

Los tipos de obligaciones primarias emitidas dependen del tipo de gastos que se efectúan, de los sectores que lo efectúen, y de otros factores. Si la inversión privada es relativamente grande, en las emisiones primarias tenderán a prevalecer los valores privados internos, pero éstos podrán consistir en hipotecas, en créditos, en cuotas para consumo, acciones, etc., según la clase de unidades económicas intervinientes y su elección de instrumentos de deuda. Si los gastos públicos son relativamente elevados, tenderán a prevalecer los valores públicos, que serán ya certificados de ahorro, emisiones de títulos de la deuda pública a largo plazo, cotizables en bolsa, bonos de tesorería, etc.

Por otra parte, si las exportaciones son relativamente importantes, también tenderán a serlo las obligaciones primarias de origen externo. Estas emisiones tendrán las más diversas formas, que dependerán principalmente de quienes sean los entes emisores-gobiernos, unidades consumidoras, empresas.

Cuando un sector acumula activos financieros, puede acumular ya sea activos financieros indirectos, tales como depósitos en cuenta corriente, depósitos en cuentas de ahorro y moneda, ya sean valores primarios. En el primer caso, el sector demanda créditos contra los intermediarios financieros y éstos, a su vez, demandan obligaciones primarias. En el segundo caso, el sector demanda directamente esas obligaciones primarias. Ciertos sectores preferirán adquirir activos financieros con predominio de la forma indirecta; otros tendrán marcada preferencia por determinada clase de valores primarios. Por lo tanto, la medida en que está llamada a actuar la intermediación financiera durante el desarrollo económico, depende en buena parte de la distribución de la demanda de activos financieros entre los tres sectores (privado, gobierno, externo).

Coefficientes de ahorro-inversión y
condiciones de operación:

Para cualquier sector, las emisiones de obligaciones primarias dependen de la inversión y del ahorro mismo (o de variables análogas de gastos e ingresos). Los valores de los coeficientes no sólo son significativos en términos de emisiones de valores primarios y de acumulaciones de activos financieros, sino que lo son indirectamente en cuanto reflejan las condiciones que operan tras esas corrientes financieras. Esas condiciones son:

- Eficiencia de los mercados de capital: cuando las unidades económicas de un determinado sector se enfrentan con mercados de valores e intermedios financieros inadecuados, es probable que los gastos de inversión se financien en gran parte con la venta de tenencias de activos financieros y que el ahorro se destine principalmente a reconstruir esas tenencias. A la inversa, si las unidades económicas de cierto sector se hallan ante mercados de valores eficientes e instituciones financieras bien desarrolladas, que operan con las especies de valores corrientemente emitidos por el sector, lo probable es que la inversión resulte ampliamente financiada por vía de

emisiones de valores primarios, y que gran parte del ahorro se utilice para cancelar deuda pendiente.

Pero, los buenos mercados financieros tienden a alentar, tanto a inversores como a ahorristas, a mantener posiciones mixtas de activo-deuda.

- Centralización de la adopción de decisiones:
Cuando un sector se halle fuertemente centralizado en cuanto a adopción de decisiones sus coeficientes de ahorro y de inversión tenderán a ser iguales, cualquiera sea su nivel absoluto.

Un sector fuertemente centralizado, tiende a comportarse como una unidad económica individual: emite valores primarios sólo cuando tiene déficit y cancela deuda sólo cuando tiene superávit. Por el contrario, la descentralización en cuanto a adopción de decisiones, supone que existen, dentro de un sector, numerosas unidades económicas autónomas de las cuales muchas tendrán déficits y muchas superávits. En consecuencia, un presupuesto sectorial equilibrado tenderá a compensar montos importantes de déficits y superávits dentro del propio sector, cuando éste es descentralizado. Tales déficits y superávits

individuales determinarán emisiones de obligaciones primarias y acumulaciones de activos financieros, aunque el sector posea en conjunto un presupuesto equilibrado.

- La inflación: la inflación no tiene efectos neutrales para las instituciones financieras produciéndoles utilidades en su condición de deudoras que compensen sus pérdidas como acreedoras. En primer término, activos y pasivos no son iguales, difieren en la composición de sus valores netos. En segundo lugar, las obligaciones activas y pasivas pueden no estar paralelamente escalonadas. En tercer término, los cambios de la tasa de inflación provocan cambios en la tasa de bajas de los activos por créditos incobrables, en los esquemas de la demanda real de emisiones de deuda de las instituciones y en los de la oferta real de tenencias de activos de las mismas.

1.2.3. Estructuras financieras óptimas

Dentro de un marco cualesquiera de condiciones concretas, es una estructura financiera óptima aquella que utiliza factores de producción hasta el límite en que el costo social marginal de éstos es igual a los beneficios sociales marginales de su empleo, y en que

los factores de producción se utilicen del modo más eficiente, en forma que minimicen los costos marginales a todos los niveles del producto.

Supóngase que se incorporan a la estructura financiera, factores adicionales de producción. Estos determinarán cambios en el ahorro y en la inversión, o en sus respectivos coeficientes, y por tanto corrientes financieras; si de estos cambios resulta un beneficio social, los nuevos recursos han sido utilizados eficientemente. Presúmase por ejemplo, que los insumos reales incorporados al sistema financiero inducen a algunas personas a consumir menos y a ahorrar más en activos financieros; inducen a otras a tomar préstamos del sistema financiero para fines de inversión. A la tasa de interés que perciben los depósitos, los nuevos ahorristas se hallan en mejores condiciones que antes, habiéndose desplazado voluntariamente hacia su nueva posición. A la tasa de interés cobrado por los préstamos, los nuevos deudores están, asimismo, mejor que antes. Si la utilidad bruta que el sistema financiero obtiene de estas transacciones supera el costo adicional de los factores de producción requeridos para provocarlas, los insumos adicionales han sido utilizados eficientemente.

El criterio según el cual ha de apreciarse si la es-

estructura financiera cuenta o no con recursos reales suficientes no es el de que la tasa de incremento del producto pueda aumentar con la adición de más factores de producción. Es simplemente el de si pueden utilizarse estos nuevos factores como un beneficio positivo desde el punto de vista social. Ambas cosas no son forzosamente iguales, porque, los insumos que se adicionen a la estructura financiera aumentarán el flujo financiero, pero pueden disminuir el de ahorro e inversión; de ser así, puede haber un descenso en la tasa de incremento del producto bruto.

Los factores de producción adicionales pueden destinarse, ya sea a la ampliación o mejora de las instituciones financieras, o a la ampliación o mejora de los mercados financieros. En cualesquiera de los dos casos, el criterio de si son o no empleados eficientemente, residirá en si puede o no obtenerse un beneficio social de los cambios resultantes en la pauta ahorro-inversión.

1.2.4. Las estructuras financieras subóptimas

Una estructura financiera puede ser subóptima por uno cualesquiera de los siguientes motivos generales, pero, aún siendo óptima en su sentido técnico,

puede ser considerada como deficiente en cuanto a su contribución a la tasa de crecimiento del producto bruto:

Cambios en la pauta de crecimiento:

El sistema financiero puede ser subóptimo si no es capaz, en un momento dado, de cambiar prontamente en respuesta a modificaciones de la pauta ahorro-inversión. Si una pauta de crecimiento se ha mantenido durante cierto tiempo, la estructura financiera puede haberse acomodado a ella de tal manera que cualquier modificación de la pauta podría requerir un largo proceso de reajuste financiero. Y puede suceder que, mientras el sistema financiero se va ajustando a las nuevas circunstancias, vuelva a cambiar la pauta de crecimiento y quede atrasada la estructura financiera.

La especialización de algunas instituciones financieras, significa una adaptación completa a determinadas circunstancias; todo cambio sustancial de éstas exigirá un proceso integral de readaptación, para el que no sólo existen dificultades "naturales", sino que también las hay artificiales, en cuanto los controles estatales encierran muchas veces a las instituciones en posiciones tan especializadas que su viabilidad resulta de inmediato amenazada por leves modificaciones

de la pauta de crecimiento real que no son capaces de absorber.

Beneficios sociales:

La estructura financiera puede ser subóptima a causa de que la actividad financiera ejercida por entes privados no tenga en consideración los beneficios externos de la estructura financiera, y de que esa estructura, manejada en términos de costo y beneficios privados, resulta así insuficiente. Si existieran beneficios externos, muy pocos recursos reales afluirían a la estructura financiera.

Una estructura financiera eficiente y bien desarrollada, tiende a distribuir beneficios entre la colectividad de un modo más bien general; ese sistema tiende a elevar el nivel de producto bruto por encima del que alcanzaría a falta del mismo. Pero el ingreso adicional llega a personas y entes en formas independientes, en gran parte, del uso directo que puedan hacer del sistema financiero. En consecuencia, los entes financieros considerarían imposible establecer y cobrar un precio por esos beneficios generales. Pero si no se los tiene en cuenta, la estructura financiera será subóptima y más limitada que la requerida por la eficiencia en cuanto a canalización de los recursos.

Ineficiencia y deseconomía:

La intermediación financiera está generalmente sujeta a economías internas de escala, ya que el costo medio operativo desciende en forma sensible para grandes volúmenes de productos. Siendo así, las pequeñas instituciones financieras tienden a soportar costos medios inusitadamente altos; a niveles reducidos de actividad, se producen deseconomías internas en las instituciones financieras y en los mercados financieros. Por sí solo, esto no sería impedimento de siempre para que la estructura financiera alcanzase una posición óptima. Pero, unido a otras condiciones, ese factor puede actuar en contra de un sistema eficiente.

Puesto que en la intermediación financiera cuentan las economías internas de escala, es posible que esa actividad se desarrolle muchas veces con marcados tintes de monopolio y oligopolio. Siendo así, las utilidades monopolísticas correspondientes actuarán como cuña entre los costos marginales y los beneficios marginales de la intermediación, de lo cual resultará, que se incorporen a la estructura financiera recursos por demás escasos. Es decir, una estructura financiera puede ser subóptima si restringe la producción para obtener utilidades monopolísticas.

Tasas de crecimiento deseadas y estructuras financieras:

Una estructura financiera puede ser óptima en el sentido de que los recursos con que cuenta reciben el mejor empleo posible y se utilizan hasta el punto en el que el beneficio social marginal es cero. Y sin embargo, esa estructura puede no ser capaz de sustentar la tasa de crecimiento del producto bruto que el Estado -o la sociedad- desea. Observado desde ese punto de vista, la estructura financiera puede considerarse deficiente.

1.2.5. Respuestas de la economía al sistema financiero subóptimo

Si la estructura financiera es subóptima la economía puede responder de diversas formas. En primer lugar, el proceso de la adopción de decisiones económicas, podrá centralizarse, en cierta medida, con el objeto de elevar los niveles del ahorro y de la inversión no obstante las deficiencias financieras. En segundo lugar, la economía puede tratar de llevar la inversión más allá de la aptitud del sistema financiero para extraer ahorros suficientes, tomando el camino de la inflación, quizás con el propósito de provocar ahorro forzado para equilibrar la inversión adi-

cional. En tercer término, a falta de un sistema financiero interno adecuado, la economía podrá intentar recoger ahorro a través de mercados exteriores, reemplazando ahorro interno con ahorro externo. Y, por último, el Estado puede tratar de mejorar el sistema financiero interno, de darle dimensiones más cercanas al punto óptimo, con lo que podría aumentarse ahorro e inversión, así como la eficiencia en la utilización del ahorro y elevar consiguientemente la tasa de crecimiento del producto bruto.

La descentralización económica puede ser muy costosa. Pero también lo es la centralización en términos de los recursos reales utilizados por sus oficinas planificadoras. Y la inflación puede ser igualmente costosa, en cuanto a causa de la misma los recursos reales se distribuyen mal o se emplean en intentar eludir los controles que acompañan el proceso inflacionario. El hecho es que, fuera de las donaciones, no existe vía libre para que un país incremente su tasa de crecimiento; para hacerlo, se requiere el empleo de recursos reales ya sea en el sistema financiero, en las oficinas de planificación o en las fallas distributivas que se provocan con la inflación.

1.3. Repercusión del desarrollo económico en las estructuras financieras

Algunas de las formas en que el desarrollo económico influye sobre la estructura de los activos y los mercados financieros, y de las instituciones financieras, son: la circulación monetaria, medios de pago, depósitos de poca movilidad en relación con el producto nacional bruto y, las finanzas, descentralización y sustitutos de los medios de pago en relación con el producto nacional bruto.

Durante el desarrollo económico, por lo general, [Anexo 1], la circulación monetaria declina en importancia relativa frente a los depósitos en cuenta corriente. También, en general, la proporción de medios de pago crece con el producto nacional bruto per cápita y deberá ser afectada tanto por el producto bruto per cápita, como por el grado de descentralización de la economía. La proporción de los depósitos de poca movilidad al producto nacional bruto crece en forma regular con el producto nacional bruto per cápita pudiéndose anotar que en las primeras etapas del desarrollo, los medios de pago crecen más rápidamente que los depósitos de poca movilidad, pudiendo la tasa de incremento de éstos últimos alcanzar eventualmente, y aún sobrepasar, la de los medios de pago.

Al aumentar la descentralización en materia de toma de decisiones, es probable que se necesite un monto mayor de "financiamiento" con relación al producto nacional bruto de la economía. De hecho, cuando la adopción de decisiones está completamente centralizada, los recursos pueden destinarse eficientemente sin sistema financiero alguno. De igual modo, las economías cuyas decisiones en cuanto a ingresos y gastos están ampliamente concentradas en el Estado, o en relativamente pocas personas, sólo requiere un sistema financiero simple. Pero, cuando una economía está muy descentralizada, es probable que una distribución eficiente de los gastos de inversión diverja agudamente de la distribución que se tiene en materia de ahorro, originando desequilibrios presupuestarios de considerable importe dentro de la economía y con ello presiones urgentes sobre la estructura financiera.

La descentralización aumenta las probabilidades de que muchas unidades económicas tengan oportunidades de inversión muy prometedoras frente a una relativa escasez de ahorro propio, mientras otras tendrán ahorro relativamente grande, pero perspectivas de inversión no atractivas.

En general, se puede esperar que los países tengan -cualquiera sea el producto nacional bruto per cápita-,

una proporción medios de pago-producto nacional bruto más elevada cuando los sistemas económicos estén más descentralizados que cuando no lo estén. El problema empírico es el de medir el grado de descentralización de cada país. A falta de algo mejor, se puede optar por un indicador relativamente "grosero", el tamaño de la población. No es del todo adecuado porque ni siquiera constituye un indicador exacto del número de unidades consumidoras, en razón de que no influye el número de empresas autónomas ni el de entes oficiales, y de que no contempla la distribución de ingresos y gastos entre las diversas unidades económicas.

Con todo, hay motivo para pensar que el tamaño de la población, como medida del grado de descentralización, tendría más exactitud en cuanto a los países subdesarrollados que a los desarrollados, por las siguientes razones:

- En los países subdesarrollados, los sectores oficial y comercial han de ser bastante simples, probablemente, y en todo caso estrechamente correlacionados en cuanto a magnitud con la población.
- Los países subdesarrollados raramente poseen una superestructura financiera compleja que en los

países desarrollados es fuente de exigencias de diverso grado en cuanto a medios de pago y transacciones financieras.

- La población, y por lo tanto la descentralización, ha de influir mayormente sobre la demanda de disponibilidades para transacciones reales, y en menor grado sobre la demanda para fines especulativos o de cobertura. Así las cosas, la población sería una variable más importante en los países subdesarrollados, en los que la demanda de medios de pago se realiza predominantemente por motivo de transacción; en las economías desarrolladas habrá una mayor demanda probable de los mismos por motivos especulativos y precautorios, de diverso grado según los países.

- Puede suceder que la distribución de ingresos y gastos entre las diversas unidades económicas de los países subdesarrollados, sea más uniforme que en las economías desarrolladas.

Los activos financieros en general, y no simplemente las disponibilidades de medios de pago, deberían ser más abundantes en una economía descentralizada que en una de tipo centralizado. Aunque tanto la oferta

de medios de pago como los depósitos a plazo fijo y en cuentas de ahorro crecen, en relación al producto nacional bruto, con el proceso de desarrollo económico, surge la cuestión de si los países que tienen muy altas proporciones de medios de pago al producto nacional bruto -en relación a sus correspondientes productos nacionales brutos per cápita y magnitudes de la población-, tienden a poseer proporciones excepcionalmente bajas de depósitos de poca movilidad-producto nacional bruto, y viceversa. ¿Constituyen los depósitos a plazo fijo y de ahorro sustitutos de las disponibilidades de medio de pago? Si es verdad que las disponibilidades de medio de pago en los países subdesarrollados se tienen principalmente con miras a transacciones reales, como se ha supuesto, parecería poco probable que en tales países los depósitos de poca movilidad fuesen sustitutos inmediatos de las existencias de medios de pago.

Es más fácil que lo sean allí donde las disponibilidades de medios de pago se conservan en gran proporción para motivos precautorios o especulativos, como saldos inactivos u ociosos. Por consiguiente, se puede tener el indicio de que los depósitos a plazo fijo y de ahorro sirven como sustitutos de disponibilidades de medios de pago cuando éstas son en gran parte mantenidas para fines precautorios y especula-

tivos, como indudablemente lo son en los países más ricos. Pero cuando los medios de pago se destinan principalmente a transacciones reales, como es probable que ocurra en los países subdesarrollados, los depósitos de poca movilidad tienden a crecer conjuntamente con los medios de pago y no se descubren indicios de que puedan sustituirlos.

2. LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN COLOMBIA

2. LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN COLOMBIA

2.1. Evolución y características institucionales

2.1.1. Década de los años 20. Reorganización del sistema bancario

La historia financiera colombiana se caracteriza por la desorganización del crédito y la banca hasta llegar a la década de los años 20. Antes de esta década, la organización financiera prácticamente no existe, acorde con el poco desarrollo que muestra la economía en general.

La existencia de un régimen de curso forzoso con múltiples especies monetarias, la acción de diferentes gobiernos de aprovecharse de su función de emisión monetaria, el fracaso en la creación de un banco de carácter nacional y la falta de una legislación adecuada sobre el funcionamiento de los bancos comerciales, son las principales características financieras, fren-

te a una economía que no presenta siquiera las bases para el inicio del proceso de industrialización, en ese entonces.

Tanto la necesidad de subsanar estos problemas internos (en especial crear un banco central con independencia del gobierno y de evitar la amplitud de funciones de los bancos comerciales) como las preocupaciones de los gobiernos de las naciones industrializadas de reorganizar sus respectivos sistemas financieros después de la Primera Guerra Mundial, producen los cambios en el sector financiero colombiano y en la política monetaria al iniciarse la década. Además contribuyen a estas modificaciones, las nuevas condiciones en la actividad económica general, tanto en el plano internacional como local.

Todo lo anterior hace que el gobierno colombiano contrate en 1922 una misión extranjera, la Misión Kemmerer, con el fin de estudiar las posibilidades de organizar el sistema financiero y hacer propuestas concretas al respecto. La creación del Banco de la República en 1923 como banco de emisión, giro, depósito y descuento, la organización del sistema bancario, la creación de la Superintendencia Bancaria como organismo de control y vigilancia del sistema financiero y la creación de la Contraloría General de

la República, son el resultado institucional de las sugerencias hechas por dicha Misión. La política monetaria está íntimamente vinculada con las funciones del Banco de la República. Las reglas del funcionamiento del patrón oro exigen el retiro de la circulación de las clases de moneda que son inconvertibles a este metal; de ahí que la política de emisión de billetes del Banco Central tienda a convertirse en sustituto de aquéllas y en un factor de unificación del numerario.

De otro lado, la sujeción de la cantidad de dinero a las existencias de oro, previa la definición de un tipo de cambio fijo, va a producir una mayor elasticidad del monto de dinero respecto a las fluctuaciones de la actividad económica, pues, éstas, determinan, hasta cierto punto, los movimientos del metal. El suministro y regulación de la cantidad de dinero por el Banco de la República implica creación y destrucción de masa monetaria por tres vías:

- Por emisión directa de billetes, regulada por las variaciones en las disponibilidades de oro y divisas.
- Apertura de crédito al Estado y a los particulares.

- Sistemas de descuentos y redescuentos a la banca privada.

Por otra parte, los bancos comerciales, que funcionan desde la segunda mitad del siglo pasado, sufren fuertes modificaciones debidas a la nueva legislación (Ley 45 de 1923) y al movimiento de fusión entre ellos. Este fenómeno es necesario para poder cumplir con las exigencias de dicha legislación, enmarcada en el funcionamiento del patrón oro.

El desenvolvimiento de los bancos puede catalogarse como dinámico durante estos años, habida cuenta del desarrollo de la acumulación de capital. En efecto, ésta se desarrolla tanto por factores externos (auge del comercio del café hacia Estados Unidos, inversión de capital extranjero), como interno (ampliación del mercado interno y del volumen de empleo, gran inversión fabril y campañas de obras públicas). Este conjunto de fenómenos determina en el nivel monetario un acrecentamiento de las reservas internacionales y del crédito otorgado por los bancos comerciales al sector privado. "Los activos de estas entidades crecen a una tasa promedio anual de 29,32 por ciento" ^{1/},

^{1/} Franco Holguín, Jorge. Evolución de las Instituciones Financieras en Colombia. México, Edit. CEMLA, 1966, p.68.

en términos nominales para el período 1925-1929; asimismo, la posibilidad de quiebra de los bancos por solicitudes masivas de retiro de dinero del público, se disminuye por el respaldo otorgado por el Banco de la República. Finalmente, cabe destacarse el escaso número de bancos pero con apreciable cantidad de sucursales en todo el país.

Los créditos de corto plazo son atendidos básicamente por los bancos, otorgados principalmente al comercio. Los préstamos de largo plazo son escasos, pues se dispone de los otorgados por el Banco Agrícola Hipotecario, creado en 1924, el cual capta sus recursos mediante la emisión de Cédulas Hipotecarias que no dan el resultado esperado, teniendo que recurrirse al crédito externo. Cabe destacar, también, el volumen de captación de recursos por las compañías de seguros y la creación de la Bolsa de Bogotá en 1928 con la finalidad de organizar el mercado de acciones, forma de financiación poco utilizada por la industria en ese entonces. La financiación del crecimiento económico se lleva a cabo por vías distintas al mercado de capitales pues éste es prácticamente inexistente; esas vías distintas son los recursos propios, los traslados de capitales de comercio y de minería hacia la constitución de una base industrial y los préstamos externos.

2.1.2. Principales rasgos financieros del período 1931-1950

Con el advenimiento de la gran Depresión del capitalismo mundial en 1929, se modifican significativamente las condiciones externas e internas de la economía colombiana. En efecto, el cierre de los mercados externos para los productos colombianos, especialmente el café, la presión de los organismos internacionales sobre el gobierno y el sector privado para que cancelen sus deudas rápidamente, la eliminación del crédito externo y la inexistencia de reservas internacionales en el Banco de la República para realizar las correspondientes importaciones, colocan a nuestra economía en la necesidad de iniciar el proceso de industrialización, con la base industrial instalada en los años 20, mediante la sustitución de importaciones de bienes de consumo corriente.

En general, puede afirmarse que el período que se inicia con la inconvertibilidad del peso en 1931, termina con la nueva política financiera de inicios de los años 50, caracterizándose por la adecuación del sistema financiero a las necesidades del aparato productivo.

La novedad respecto a la década anterior es, de un

lado, la tendencia a financiar ciertas actividades en condiciones favorables de tasas de interés, vencimiento y monto, creando para ello instituciones especialmente dedicadas a esta función y, de otro lado, el avance en el otorgamiento del crédito por parte del Banco de la República al sector público y privado mermando importancia a la política de creación de dinero acorde con el movimiento de las reservas internacionales y de la cantidad de oro atesorado.

La política tributaria reflejó también importantes cambios; los impuestos sobre ingresos y patrimonio se convierten en la más importante fuente de recaudo en la década del 30 pari pasu con el proceso de industrialización.

La necesidad económica y política de impulsar ciertas actividades mediante el otorgamiento de crédito subsidiado da nacimiento a algunas instituciones oficiales: La Caja Agraria (Ley 57 de 1931); Banco Central Hipotecario (Decreto-Ley 711 de 1931); Instituto de Crédito Territorial (Decreto-Ley 200 de 1939 y Decreto-Ley 1579 de 1942); Instituto de Fomento Industrial (Decreto-Ley 1157 de 1940). Además se crea el Fondo Nacional del Café (Decreto 2078 de 1940) con la finalidad de financiar y estimular la comercialización del café.

Estas instituciones vienen a cubrir el crédito a la pequeña agricultura, al sector cafetero, a algunos sectores de la industria, minería y vivienda. La fuente de fondos de estas entidades oficiales de fomento, se basa en: la ampliación de los dineros gubernamentales obtenidos en el Banco de la República, la compra forzosa que ciertos intermediarios financieros deben hacer de los títulos emitidos por esas entidades y la emisión de títulos colocados en el mercado.

El proceso de industrialización iniciado en los años 30 requiere la existencia de un intermediario financiero especializado que permita la canalización de recursos hacia la industria a mediano y largo plazo. Surge así la Bolsa de Valores de Bogotá con la finalidad de capitalizar Sociedades Anónimas al captar ahorros de los sectores propietarios. La financiación de la construcción se lleva a cabo por el Banco Central Hipotecario el cual se crea a raíz de la crisis de los bancos y secciones hipotecarias; esta entidad emite Cédulas exentas de impuestos. En el sector agropecuario, el Banco Agrícola Hipotecario busca el financiamiento de mediano y largo plazo de dicha actividad, la cual por su alto riesgo no es atendida por otros intermediarios. Las Cédulas que emite este banco no dan resultado, por lo

que pasa a ser administrado por la Caja Agraria desapareciendo su función. De los años 30 hasta bien avanzada la década de los 60, el corazón del mercado de capitales lo constituían las acciones conjuntamente con los ahorros y las reservas de las compañías de seguros; pero, el grado de participación de los recursos vinculados al mercado de capitales en el total de financiación del crecimiento económico es algo muy difícil de cuantificar.

Las importantes transformaciones que ocurren en el capitalismo mundial (la gran Depresión 1929-1933, las secuelas económicas dejadas por la Segunda Guerra Mundial, la agudización del proceso de concentración del capital] y los cambios del pensamiento económico liderados por los aportes Keynesianos, son la base del surgimiento de una acción más decidida del Estado en la vida económica y de una teoría que propugna por una mayor intervención y por el cuestionamiento de la validez de la acción ciega del mercado en la asignación y distribución de los recursos. En el campo de la teoría sobre la política monetaria, el nuevo pensamiento considera eficaz la acción de las autoridades monetarias tendientes a influir sobre los aspectos productivos de la economía, tales como el nivel del ingreso, el volumen de empleo, el volumen de inversión, la creación de riqueza, etc.

En el caso colombiano, es bastante clara la influencia que ejerce esta concepción en las medidas concretas tomadas por la Junta Directiva del Banco de la República, sobre todo a partir de 1950.

2.1.3. Papel dinámico de la política monetaria en el período 1950-1970

El período que va desde 1950 hasta fines de la década de los años 60, se distingue por el dinamismo de la política monetaria sobre los problemas financieros y de la economía en general a través de la creación y desarrollo del crédito de fomento a diversos sectores de la producción.

En efecto, para el financiamiento de la producción, especialmente de la agricultura comercial*, se crean numerosos cupos de crédito en el Banco de la República en condiciones favorables en cuanto a tasas de interés, monto de recursos y plazos; además se crean y desarrollan algunas entidades especializadas de fomento crediticio y se utiliza el encaje como instru-

* La agricultura comercial es aquella que se caracteriza por la utilización de amplias extensiones de tierra, utilización de maquinaria, semillas mejoradas y fertilizantes químicos; su productividad es bastante alta y requiere de mucha financiación.

mento de dirección de crédito y se les fija a algunas instituciones financieras la compra obligatoria de ciertos papeles emitidos por la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario y el Instituto de Crédito Territorial, entre otros. Finalmente, la autoridad monetaria amplía la capacidad de crédito en el Banco de la República al gobierno y al Fondo Nacional del Café y crea cupos permanentes de crédito en dicho banco, denominados Fondos Financieros.

En 1950, se expide el Decreto 384 como expresión jurídica de los consejos de una misión del sistema de reserva federal de los Estados Unidos que autoriza a la banca para prestar a cinco años de plazo para la industria, construcción y servicios públicos, con tasas de interés bajas fijadas por la autoridad monetaria; los papeles generados en estas operaciones tienen acceso al redescuento en el Banco de la República en condiciones favorables para los bancos, con la finalidad de estimular la utilización de parte de su cartera en este tipo de préstamos. Asimismo, el Decreto 756 de 1951, le asigna al Banco de la República el carácter de banco de fomento de las diferentes actividades (entre las que sobresale la agricultura comercial) y señala para los bancos los cupos ordinario, extraordinario y especial. Adicionalmente el Estado fija a los bancos comerciales una dis-

minución en el encaje, siempre y cuando dirijan parte de su cartera hacia fines de fomento y les impone la inversión en determinados documentos de mediano y largo plazo, emitidos por instituciones que prestan con fines de desarrollo económico, tales como Caja Agraria, Instituto de Crédito Territorial y Banco Central Hipotecario.

Esta política va más allá de representar un cambio en la composición de la cartera de los establecimientos bancarios (presencia notoria de cartera de mediano y largo plazo, aunque sigue primando la de corto plazo), puesto que en los años 50, se crean tres bancos especializados de fomento: Banco Popular (Ley 7a. de 1951); Banco Cafetero (Decreto Extraordinario 2314 de 1953] y Banco Ganadero (Decreto 921 de 1956), formándose así una estructura selectiva del crédito a través de entidades especializadas y bancos comerciales con funciones especiales.

También se conceden exenciones tributarias para la industria mediante Leyes de 1960-1961. Adicionalmente, se crean las Corporaciones Financieras (Decreto-Ley 336 de 1957] reglamentadas en 1960 por el Decreto 2369, como respuesta a los grandes problemas de financiación de mediano y largo plazo de la industria, dado los problemas de los créditos indus-

triales del Decreto 384 de 1950, pues los bancos no desean prestar a plazos tan largos, y las restricciones de recursos del Banco Central Hipotecario y el Instituto de Fomento Industrial para financiar dichas actividades ante la dificultad de captar recursos en el mercado de capitales con la colocación de los bonos. Las Corporaciones Financieras son los primeros intermediarios financieros especializados que participan en el mercado de capitales mediante la emisión de bonos de garantía general y específica; sin embargo, se les permite la captación de depósitos a término y acceso al redescuento del Banco de la República, así como la obtención de préstamos externos mediante garantía del gobierno nacional. Desde el principio se acepta la inoperancia de acudir por recursos al mercado de capitales mediante los bonos y se posibilita la emisión.

El proceso de industrialización, caracterizado por la sustitución de importaciones de bienes de consumo llega a su fin, para dar paso al de productos intermedios y algunos bienes de capital desde 1958. En el campo agrícola, los cultivos comerciales modernos se desarrollan con bastante intensidad. Dicha sustitución en la industria, de ninguna manera representa una salida efectiva a los obstáculos encontrados por la producción de bienes de consumo; en

última instancia, el desarrollo de la producción de estos bienes es el punto de referencia de la producción de los productos intermedios y de capital.

Pero, entonces, se viven algunos problemas financieros. Tanto la industria como la agricultura comercial, requieren de financiación a mediano y largo plazo -por cuanto en este período el proceso de industrialización se asienta en la sustitución de importaciones de bienes intermedios y de capital, el cual requiere de mayor financiación, dado que, la tecnología es más intensiva en capital-

De otro lado, las transformaciones tecnológicas que se producen en el campo agrícola, y en particular en la agricultura comercial, acentúan las necesidades de crédito. Frente a esta demanda, se desarrolla un mercado de capitales completamente insuficiente para satisfacerla; la escasez de recursos de este mercado tiene varios determinantes:

- La existencia de un ahorro por debajo de las necesidades de inversión, lo cual se explica por el nivel bajo de ingresos de muchos sectores de la población y por otras oportunidades de utilización de los recursos que no se destinan al consumo, tales como: la compra y tenen-

cia de bienes raíces con fines de valorización, la especulación con bienes importados*, las compras de divisas, de joyas, etc. Estas actividades tan lucrativas, no sólo influyen en el ahorro, sino que su rentabilidad se constituye en marco de referencia para la actividad productiva.

- Las tasas de interés bajas ofrecidas a los ahorradores por los intermediarios financieros y las empresas industriales.

- El alto riesgo que involucra la financiación de ciertas actividades, por ejemplo, la agricultura, en razón de sus mismas condiciones técnicas de producción y el poco acceso al crédito que tienen los pequeños y medianos agricultores e industriales, debido a la falta de recursos ya anotada y a su bajo grado de reciprocidad bancaria**.

* Consiste en la compra de dichos bienes importados en épocas de escasez de divisas e inminencia de devaluación.

** Esta se entiende como el tipo de contraprestación que le otorga la empresa-cliente al Banco en términos del manejo de la cuenta corriente, servicios de Comercio Exterior solicitados por el cliente, etc.

El conjunto de medidas de fomento crediticio mediante emisión primaria de dinero, ya relatadas para la década del 50, sientan el precedente para que las distintas actividades en boca de los diferentes gremios pidan al gobierno la institucionalización de cupos de redescuento estables con abundantes y buenas condiciones de contratación. Además, es necesario buscarle salida al estancamiento de la economía y una de ellas es el fomento financiero a las industrias de exportaciones.

Antes de 1963 la política monetaria y crediticia estaba en manos de la Junta Directiva del Banco de la República. En agosto de 1963, por medio de la Ley 21 del Congreso Nacional, se creó la Junta Monetaria que viene a ejercer las funciones que tenía la Junta Directiva que tenía el Banco de la República.

La Junta Monetaria quedó inicialmente integrada por: tres Ministros (Hacienda, Desarrollo Económico y Agricultura), el jefe del Departamento de Planeación y el gerente del Banco de la República. Se le asignaron dos expertos con voz pero sin voto. Luego se dispuso que el director de INCOMEX tendría asiento, con voto, y que podrían asistir también el Secretario

Económico de la Presidencia y el Superintendente Bancario, con voz pero sin voto.

Sus funciones son estudiar y adoptar, mediante normas de carácter general, las medidas monetarias y de crédito que se consideren necesarias, específicamente:

- Fijar cupos ordinarios y extraordinarios de crédito a los bancos afiliados al Banco de la República, para operaciones de préstamos y descuentos.
- Fijar cupos especiales de crédito.
- Fijar y variar las tasas de interés activas y pasivas.
- Fijar y variar el encaje legal de los bancos y Cajas de Ahorro.
- Fijar y variar el encaje de los billetes en circulación y de los depósitos del Banco de la República y otros.

El sistema financiero está compuesto por las entidades que conforman el sistema monetario, o sea, por el Banco de la República que actualmente está encar-

gado de las siguientes funciones: Banco Emisor, Banco de Bancos, Banco del Gobierno, guardián de las reservas internacionales, ejecutor de las normas dictadas por la Junta Monetaria y controlador de la acuñación de la moneda fraccionaria por intermedio de la Casa de la Moneda, sobre la base de un contrato con la Tesorería; y los bancos que tienen depósitos en cuenta corriente, así como también por el Sistema Financiero no Monetario en donde se incluyen los bancos de crédito especializado tales como: Corporaciones Financieras, de Ahorro y Vivienda, Caja de Crédito Agrario, Banco Central Hipotecario, Instituto de Crédito Territorial, Fondos Financieros administrados por el Banco de la República, Fondos Ganaderos, Compañías de Seguros, Sociedades de Capitalización y Ahorro y el mercado extrabancario.

Con la creación de la Junta Monetaria aparece también en 1963 el Fondo para Inversiones Privadas (FIP) (Resolución 11 de 1973), cuyo objetivo es el estímulo de las exportaciones, industriales y agrícolas; su financiación se logra con contrapartidas de crédito extranjero y líneas directas externas, las cuales son utilizadas a través de las Corporaciones Financieras y los Bancos Comerciales. Además, se crea el Fondo de Promoción de Exportaciones (PROEXPO), (Decreto-Ley 444 de 1967).

En 1966 se crea el Fondo Financiero Agrario (FFA), por Resolución 23 de la Junta Monetaria, para redescantar documentos sobre operaciones de préstamos para cultivos transitorios; su financiación se logra a través de la suscripción forzosa por los bancos comerciales de los Bonos de Fomento Agrario emitidos por el Banco de la República y por cupos especiales de redescuento otorgados por éste. En 1968, son creados el Fondo Financiero Industrial (FFI), por Resolución 54 de la Junta Monetaria, y el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (FFDU) por Resolución 63, mediante la emisión de títulos del Banco de la República para ser colocados en el mercado de capitales (esta forma de financiación fracasa por la baja rentabilidad ofrecida al ahorrador y es necesaria la contratación de créditos externos y la utilización de la emisión primaria).

Se puede concluir que las principales fuentes de financiación de los Fondos son las líneas externas, el crédito directo del Banco de la República y la suscripción forzosa de ciertos documentos emitidos por algunos de ellos. Dado que dichas instituciones prestan sus recursos -por intermedio de bancos comerciales y Corporaciones Financieras- a tasas bajas de redescuento, les queda imposible colocar títulos en el mercado de capitales que ofrezcan una

rentabilidad atractiva para el ahorrador.

La evolución mencionada en la dirección monetaria y crediticia representa, de un lado, la consolidación de la intervención del Estado en dicho campo y la consecución de una mayor flexibilidad en el manejo de la actividad financiera; de otro lado, la concentración de funciones en un organismo que se caracteriza por la ausencia de un amplio debate, previo a la promulgación de las resoluciones que de él emanan -ésto contrasta con lo que ocurría antes de 1963, pues era competencia del Congreso Nacional la promulgación de leyes concernientes a las funciones nuevas que adquiere la Junta Monetaria, en donde se supone puede darse una discusión más amplia sobre las implicaciones de cada una de las medidas que se quieran tomar- Este fenómeno hace parte de la tendencia general del Poder Ejecutivo de concentrar funciones tanto en el campo financiero como en otros campos de la economía nacional.

2.1.4. La década de los años 70

Esta década enseña, indudablemente, un cambio ostensible en el desarrollo económico colombiano y, aunque éste no se puede marcar con precisión, cabría tomar 1970 como un deslinde entre

64
dos situaciones bien diferentes, muy particularmente en el aspecto financiero, pues en verdad, los flujos financieros anteriores a esta década aparecen relativamente modestos comparados con los posteriores (y por ello hay que hacer énfasis en este período) a lo cual han contribuido factores económicos exógenos y fuerzas institucionales internas.

En primer lugar, hay que hacer énfasis en el cambio de signo del sector externo. A la larga historia de los 40 años anteriores, caracterizada por altibajos en dicho sector, movimientos súbitos, sigue un proceso de robustecimiento de las reservas de oro y de divisas, favorecido por el Estatuto Cambiario (Decreto 444 de 1967), que recogió lo mejor de la experiencia acumulada desde la instauración del Control de Cambios en 1931. El nuevo sentido de Balanza de Pagos facilita una política monetaria flexible y menos influenciada por factores externos.

Posteriormente, los precios internacionales del café y el movimiento por ventanilla en el Banco de la República, aumentan en forma inusitada la liquidez interna y, en consecuencia, la posibilidad de una intensa y extensa intermediación financiera para encauzar este ahorro. Paralelas a estas fuerzas, surgen distintas innovaciones institucionales que sirven de

canal a la nueva liquidez y a su turno propician el desarrollo de los hábitos de ahorro y con ello el estímulo del mismo. Caso bien sobresaliente en el plan de desarrollo "Las Cuatro Estrategias" fue la introducción del Sistema de Valor Constante (UPAC) con sus correspondientes administradoras, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), como instrumento para fomentar el ahorro y orientarlo hacia la construcción de vivienda (Decretos 677 y 678 de 1972).

La industria y la agricultura estaban en capacidad de aumentar su producción; pero, dada la limitación en la demanda, tal aumento generaría una disminución en los ingresos de los productores ante una eventual caída de precios o, lo que era más factible, una acumulación de inventarios; no habían incentivos para realizar ese aumento en producción. Era necesario, por lo tanto, buscar sectores cuya demanda fuera amplia -mercado insuficientemente atendido- y generar un drástico aumento en producción. Esos sectores fueron la construcción de vivienda y las exportaciones, los cuales no se habían desarrollado suficientemente por factores distintos a la demanda. La cuestión era quitar obstáculos y convertir esos sectores en líderes de la economía.

La construcción, dado el gran déficit de vivienda existente, se podría incrementar aumentando sus posibilidades de financiación; adicionalmente, tenía la potencialidad de aumentar rápidamente la absorción de empleo, dada la tecnología imperante. Al aumentar el empleo se incorporaba una buena proporción de la población al mercado con lo cual se lograba aumentar la demanda interna y así estimular la industria. La estrategia de la construcción suponía la generación de ahorro interno para lograr su autofinanciación. El Banco Central Hipotecario estaba pasando por dificultades financieras y su captación había disminuído afectando la industria de la construcción. Con las UPAC y las CAV, se crea también el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) en el Banco de la República para colocar los excesos de liquidez de las CAV y brindarles respaldo en momentos de dificultad. Las UPAC introducen la innovación de proteger al ahorrador contra la inflación mediante tasas de interés reales.

Por otra parte, las exportaciones dependían del mercado externo y con una adecuada promoción estimularían también el crecimiento industrial y agrícola, brindando, además, las divisas necesarias para la misma industria. La estrategia de las exportaciones, que ya contaba con algún apoyo, recibe un nuevo impulso al crearse un cupo especial de redescuento para

PROEXPO (Resolución 59 de 1972) en el Banco de la República. Allí se podían descontar operaciones de financiación hechas por medio de los Bancos y las Corporaciones Financieras, ampliándose entonces la capacidad financiera de PROEXPO.

Las otras dos Estrategias se referían al aumento de la productividad agrícola -la cual no recibió una planificación tan cuidadosa- y la distribución del ingreso. Esta última, que debía ser llevada a cabo por la actividad del Estado, invirtiendo en obras que beneficiaran más a las clases menos favorecidas, se complementaba con la estrategia de la construcción, pues por medio de la generación de empleo debería distribuirse mejor el ingreso.

Durante este período aparece otro elemento importante desde el punto de vista financiero. Si bien es cierto que el sector agropecuario contaba con el apoyo suficiente de crédito, se encontraba en gran desorganización, lo cual, hacía tremendamente difícil su control y por ende, su planificación. El FFA había resuelto parcialmente el problema de financiación y planeación de los cultivos transitorios; la ganadería y los cultivos de larga maduración dependían del Banco Ganadero y del FIP; la Ley 26 de 1959, seguía aplicándose pero sin ningún criterio y definitivamente

sin ningún control sobre el destino final de los préstamos.

Se promulga la Ley 5a. de 1973 que puede llamarse Ley Orgánica de la financiación del sector agropecuario. Su objeto era estimular la capitalización del agro, elevar la eficiencia en el uso de los recursos e incrementar la producción. Se crea el Fondo Financiero Agropecuario (FFAP) administrado por el Banco de la República como un fondo de redescuento; siguiendo la experiencia del FFA su recursos provienen de la suscripción de títulos por parte de los bancos comerciales. Recientemente se obligó a las Corporaciones Financieras a encajar un 20,0 por ciento de sus captaciones -tal encaje utilizable para el FFAP y sus programas- En el FFAP se redescuentan préstamos que hagan los bancos y otras instituciones financieras. La Junta Monetaria establece semestralmente los programas de créditos, montos, plazos, tasas de interés y redescuento en que se pueden realizar los préstamos. Para poder acceder al cupo deben cumplirse determinados requisitos de asistencia técnica y control a las inversiones,

Este esquema de desarrollo requería como condición una adecuada coyuntura externa. Se solucionó parcialmente algunos de los problemas dejados anterior-

mente pero se crearon otros. La situación externa fue favorable durante el período 1970-1974, situación a la cual ayudó la firma del Pacto Andino, pero, en 1974, disminuye el ritmo de crecimiento de la economía (recesión mundial, disminución en la demanda pública y privada), lo cual propugna el surgimiento del propósito deliberado de desarrollar el mercado de capitales lo cual se convierte en objetivo de política.

La consecuencia más directa de estos problemas fue la declaratoria de la llamada "Emergencia Económica" por parte del gobierno a finales de 1974. Al amparo de tal emergencia se volvió a poner los ojos en la necesidad de estabilizar la situación monetaria, para la cual era de impostergable urgencia reorganizar el mercado de capitales. Se implantan la reforma financiera y la tributaria. Esta última pretendía aumentar los ingresos del Estado y contribuir a una mejor distribución del ingreso dado su creciente deterioro. La reforma financiera, buscaba un fortalecimiento del mercado de capitales y de los intermediarios financieros. Se elevan las tasas de interés de algunos de ellos, mientras se limita la corrección monetaria de las UPAC; así se lograba un equilibrio entre las tasas cobradas por los distintos intermediarios y se incrementaba la competitividad, elemento fundamental dentro de la ideología de la reforma, para buscar la

eficiencia en la asignación de los recursos; las tasas se tornaron más flexibles y realistas. La alta rentabilidad de las UPAC había desviado recursos en exceso hacia la industria de la construcción restándolos a otras actividades igualmente productivas pero que no podían competir con esa rentabilidad. Probablemente, aun cuando ha sido difícil de cuantificar empíricamente, se dió la sustitución de activos financieros distorsionando el papel del mercado de capitales.

Otra de las ideas importantes de la reforma financiera era supeditar el crédito al control monetario, según la tendencia general de la Ley 23 Orgánica de los bancos. La tendencia de crecimiento monetario mostraba tasas mayores en la base que en los medios de pago, lo cual sugería una expansión cuyo principal componente era el crédito a través del Banco de la República. Era conveniente, pues, que la asignación de recursos crediticios fuera hecha según las fuerzas del mercado.

La bonanza cafetera y el auge de otros ingresos externos a partir de 1976, modificaron la situación cambiaria radicalmente: se elevaron las reservas internacionales de \$16.418 millones en diciembre de 1975 a \$176,605 millones cuatro años después. Esto impli-

có una reorientación de la política monetaria convirtiéndose el control de la expansión de los medios de pago en su frente principal mediante el control sobre todos los demás componentes de la base y sobre el multiplicador.

Las medidas contraccionistas hicieron que se renunciara a los objetivos buscados en la reforma financiera de 1974, reiniciándose la política de altos encajes -marginal del cien por ciento- y la utilización de los Fondos Financieros para dirigir el crédito hacia sectores prioritarios de manera que no resintieran la escasez generalizada de crédito.

El control sobre el multiplicador no era suficiente para contrarrestar el exagerado ingreso de divisas de modo que se atacó esta expansión con la creación de Certificados de Cambio que diferían la obligatoria monetización. Utilizar este mecanismo, implicó entrar en la órbita del mercado de capitales haciendo que el objetivo monetario cubriera no sólo a los bancos, sino a los demás intermediarios financieros, tanto más cuanto mayor es la liquidez de estos depósitos.

A partir de 1978 comenzó a ser palpable el efecto de la intervención en el languidecimiento de las formas de ahorro institucional, en un desarrollo muy notorio

del mercado extrabancario y en actividades de los intermediarios que no correspondían a sus funciones originales.

En 1979, la necesidades de mayores controles al crecimiento de la base, llevó a que en septiembre el Banco de la República iniciara operaciones en el mercado monetario colocando títulos de participación para congelar liquidez con plazos que en algunos casos correspondían a los del mercado de capitales, agudizando la falta de recursos en el mercado del ahorro.

Para contrarrestar esta situación se buscó en los primeros meses de 1980 permitir la competencia de los Certificados de Depósito a Término (CDT) de Bancos, Corporaciones Financieras y de Ahorro y Vivienda, con el mercado extrabancario, mediante libertad en las tasas de interés para así recuperar recursos que les permitiera reanudar sus tradicionales funciones. Igualmente se buscó la reglamentación adecuada para las compañías de financiamiento comercial y de los Fondos de Inversión para amortizarlos en una nueva situación estructural.

Fruto de los cambios mencionados y de otras características de nuestra economía, se ha desarrollado en

los últimos años un fortalecimiento de los grupos financieros, los cuales forman un papel de "banca múltiple", dándose una amplia complementación entre los intermediarios bajo su órbita. Este fenómeno y su incidencia sobre la efectividad en la asignación social de recursos y, por ende, en el desarrollo, merece estudios especiales.

De la descripción del marco legal en el que ha evolucionado el sistema financiero, surge, a manera de conclusión, la influencia tan decisiva que tienen las vicisitudes de la política monetaria para su desarrollo; creados como banco de fomento para impulsar el crecimiento industrial del país y fortalecer el mercado de capitales, los intermediarios financieros han oscilado alternativamente entre estos dos objetivos, diferente aunque complementarios. Sin embargo, el predominio de uno u otro, no depende directamente de ellos, sino de los objetivos buscados por el gobierno y los distintos medios implementados dentro del marco de diferentes planes de desarrollo.

Cualquier análisis sobre la evolución de los intermediarios financieros, debe tener en cuenta este marco de referencia para interpretarla acertadamente.

2.2. Una interrelación creciente en los factores
y fases del desarrollo financiero y el
crecimiento económico

2.2.1. Período 1920-1950

Desde el punto de vista monetario y crediticio el hecho más importante en 1921 es la Misión Kemmerer; sus trabajos y recomendaciones se plasmaron en las Leyes 25 y 45 de 1923, que son las orgánicas del Banco de la República y del sistema bancario comercial.

El objetivo más importante de esta reorganización es lograr la estabilidad monetaria y el ordenamiento de los intermediarios. Los mecanismos escogidos son bastante rígidos; había una especial atención en crear compatibilidad entre la fuente y el uso de los fondos (por ejemplo, los depósitos a la vista debían ser utilizados únicamente para préstamos de corto plazo -menos de un año-; los depósitos de ahorro y a término deberían ser prestados a plazos menores de dos años. Para plazos más amplios, los únicos recursos disponibles eran aquellos que fuesen captados por Cédulas Hipotecarias).

El fruto de la visión expuesta sería el surgimiento de un sistema financiero cuya característica principal

consiste en que cada intermediario cumple una función específica, de acuerdo a la fuente de sus recursos. En un comienzo, el panorama financiero estaba dominado casi con exclusividad por los bancos comerciales, los cuales mediante distintas secciones -comercial, ahorros, fiduciaria e hipotecaria- atendían las necesidades crediticias de diferentes clases y destinos. Cuando los requerimientos de algún sector impliquen la creación de un nuevo intermediario, el proceso lleva a evitar la duplicidad y se unifican las funciones específicas en la entidad correspondiente. Es el caso de las secciones hipotecarias de los bancos absorbidas luego por el Banco Central Hipotecario. No es aventurado, por lo tanto, calificar el período 1923-1950 como de especialización ortodoxa del sistema financiero.

El principal instrumento de regulación monetaria es el redescuento. Las tasas de interés y de redescuento variaban según las circunstancias y siempre atendiendo a controlar la cantidad de dinero circulante.

Además de los bancos, desde 1921 (Ley 20), se había autorizado y reglamentado el funcionamiento de los Almacenes Generales de Depósito, los cuales deberían prestar, en principio, la labor principal de bodegaje y expedición de Certificados de Depósito y Bonos que

dieran acceso al crédito y tuvieran como garantía la mercancía depositada. Por otra parte, desde finales del Siglo XIX venían funcionando en el país compañías de seguros; en 1924 son puestas bajo el control de la Superintendencia Bancaria. Así queda conformado el cuadro de los intermediarios financieros en Colombia: Bancos Comerciales, Almacenes Generales de Depósito y Compañías de Seguros. Esta estructura se irá ampliando de acuerdo con las necesidades.

Creado el Banco Agrícola Hipotecario (1924) se trata de llenar las necesidades del sector agrario en lo referente a créditos de mediano y largo plazo. Con el fin de atender las operaciones de corto plazo, se creó posteriormente su sección de ahorros. La fuente de recursos de este banco eran Cédulas Hipotecarias, las cuales fracasaron y fue necesario recurrir al crédito externo.

Posteriormente, aparece la Caja Agraria (1931) para satisfacer las necesidades de los pequeños agricultores ya que el Banco Agrícola Hipotecario poco atendía a esta parte del gremio. En 1932, se amplían los objetivos de la Caja Agraria a los pequeños industriales y en 1933 a los pequeños mineros. La orientación esencial de su creación era social: brindar acceso al crédito a las personas que por su falta de garantías no

podían lograr préstamos comerciales. Además, se aprovechaba para impulsar un sector en el cual el país estaba bastante interesado, como era la agricultura. La principal fuente de recursos debía provenir de depósitos a término y colocación de bonos,

En 1932 el Banco Central Hipotecario absorbe las secciones hipotecarias de los bancos comerciales y su actividad estaba dirigida exclusivamente hacia el sector de la construcción. Siguiendo el principio establecido por Kemmerer su fuente de recursos debía estar acorde con su utilización de largo plazo -Cédulas Hipotecarias-

La estructura financiera iba generando una cierta especialización dentro de los intermediarios: los bancos comerciales atendían al comercio y en general a lo referente al corto plazo; el Banco Agrícola Hipotecario y la Caja Agraria atendían al sector agropecuario; el Banco Central Hipotecario atendía primordialmente a la construcción. Evidentemente, el sector más desprotegido era el industrial; tal sector se encontraba parcialmente cubierto por los préstamos de la Caja Agraria a los pequeños industriales y no era suficiente. El desarrollo industrial de la época pudo lograr alguna financiación gracias a la emisión de

acciones (Sociedades Anónimas). Tal situación no era extraña para los industriales antioqueños, pioneros del proceso, dado el antecedente existente en las sociedades de minas en su departamento. Precisamente por estos días aparece la Bolsa de Bogotá (1928) para colaborar en el proceso industrial; a medida que la industria exija más crédito, se crearán los mecanismos para ofrecerlo, en particular cuando el país tome como estrategia propia la industrialización a cualquier precio.

En 1937 se autoriza a los Bancos Comerciales, Compañías de Seguros y al Banco de la República para adquirir Bonos Industriales emitidos por el Banco Central Hipotecario, los cuales tenían un plazo hasta de cinco años. En 1940 se crea el Instituto de Fomento Industrial para dar crédito, asistencia e impulso al sector industrial; los recursos iniciales del IFI provenían de asignaciones presupuestales.

Igualmente aparece el Instituto de Crédito Territorial para subsanar los problemas financieros de la vivienda popular. Va desapareciendo lentamente el Banco Agrícola Hipotecario y la Caja Colombiana de Ahorros pasa directamente a la Caja Agraria, la cual termina por ser la única institución encargada de dar crédito al sector agrario. En 1945 se le autoriza a la Caja

Agraria a prestar el servicio de cuentas corrientes con lo cual adquiere forma similar a la de los Bancos Comerciales. Poco a poco se va abriendo camino a lo que será luego la regla general; los Bancos Comerciales brindando "recursos" para lo necesario al desarrollo colombiano; tal propósito aparecerá en 1950.

2.2.2. Crecimiento hacia "adentro"

Las discusiones candentes son el desarrollo y crecimiento, abonadas por la previa creación de la CEPAL (1947), los problemas dejados por la Guerra, además de las condiciones impuestas por el desarrollo mundial, empujan la idea del "desarrollo" al primer plan y éste se convierte en propósito nacional. En tal dirección deberían moverse todas las fuerzas del país; por supuesto, la banca y la política general del crédito eran parte de la estrategia.

El resultado fue la adopción del modelo llamado "sustitución de importaciones". El sector en el cual debía implantarse esta sustitución era el industrial. Tal vía exigía un apoyo financiero consecuente, es decir, crédito barato a mediano y largo plazo. El problema era un mercado de capitales que no estaba desarrollado y por lo tanto era inútil esperar apoyo de aquél.

Se hizo necesario recurrir al Banco Central y es así como el Decreto 756 de 1951 da orientación al Banco de la República como fuente de crédito de fomento; el mecanismo no podía ser otro que el de redescuento, el cual pasó a ser instrumento de fomento y no de regulación monetaria. Evidentemente, los recursos para poder realizar el redescuento, sólo podían venir de emisiones.

El resultado del esquema adoptado, provoca una mayor participación relativa de la industria en el proceso económico. Según estudio de Jesús Bejarano ^{2/}:

El crecimiento industrial se ha ido dando por jalones, los cuales han sido respuesta a las diferentes medidas proteccionistas, a la disponibilidad de las divisas y a los estímulos tributarios y crediticios.

En el período 1950-1956, es bastante favorable para la industria las posibilidades de importar equipo, maquinaria y materias primas, en general, ya que existe una adecuada disponibilidad de divisas, fruto de los buenos precios del café. Esta coyuntura externa se refuerza desde el punto de vista financiero cuando a-

^{2/} Bejarano, Jesús. "La economía colombiana 1950-1975" en Revista Planeación y Desarrollo, (Vol. IX), 3, Bogotá, Publicaciones Departamento Nacional de Planeación, DNP, Bogotá, 1978.

parece el Decreto 384 de 1950 el cual autoriza a la banca comercial a prestar dinero hasta por cinco años para fines industriales, construcción y servicios públicos. Además, se da la gran ventaja de poder redescontar tales obligaciones en el Banco de la República.

El Decreto 1564 de 1955, autoriza a las secciones fiduciarias de los bancos para colocar bonos industriales y financiar proyectos específicos; los mismos bancos, con dineros de sus secciones de depósitos son obligados a adquirir bonos, hasta por un 5,0 por ciento, de tales depósitos y a mantener un porcentaje determinado en lo que se llama "cartera de fomento".

Este cambio se refleja en la transformación de la cartera bancaria por plazos (Cuadro 2.1). La cartera de largo plazo va tomando cada vez más importancia, saltando del 14,0 por ciento en 1955 al 21,2 por ciento en 1960; igual sucede con la cartera de mediano plazo, que pasa de 16,9 por ciento a 21,0 por ciento -estos cambios se realizan a costa de la cartera de corto plazo- La situación será más o menos persistente hasta 1974, año de la reforma financiera que reorganiza el mercado de capitales.

La industrialización había empezado antes de los años 50; para este año la industria de tecnología sencilla,

CUADRO 2.1
COMPOSICION (%) DE LA CARTERA POR PLAZOS DEL
SISTEMA BANCARIO*

Saldos fin de:	Corto	Mediano	Largo	Total (\$ millones)
1955	69.1	16.9	14.0	2.285
1960	57.8	21.0	21.2	4.444
1961	57.7	22.9	19.5	5.370
1962	56.8	23.9	19.4	6.110
1963	56.7	22.9	20.4	7.670
1964	54.6	23.8	21.6	8.386
1965	55.7	22.5	21.8	9.294
1966	56.2	21.9	21.9	10.623
1967	55.7	22.0	22.3	12.626
1968	53.3	23.1	23.6	15.169
1969	48.8	24.1	27.1	18.197
1970	46.7	22.5	30.7	22.506
1971	43.6	21.6	34.8	27.972
1972	43.2	20.1	36.7	32.816
1973	47.3	18.1	34.6	40.069
1974	50.6	16.3	33.1	48.995
1975	56.4	14.4	29.2	59.521
1976	60.8	13.9	25.3	71.627
1977	59.5	19.5	21.0	98.150
1978	56.8	23.2	20.0	119.049

* Incluye BCH, Caja Agraria y Caja Social de Ahorros.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancario.

con uso mayoritario de materias primas producidas localmente, tenía un buen desarrollo. Tal situación hacía que en el sector de bienes de consumo -alimentos, bebidas, muebles, vestuario, entre otros- se produjera el 93,7 por ciento de la oferta total.

Puede recordarse también un acelerado proceso de urbanización y modernización que acompaña al crecimiento económico durante esta época, proceso que no puede entenderse independientemente de lo que va sucediendo en el Campo colombiano, sector en el cual el apoyo financiero resulta fundamental para facilitar su transformación,

La demanda interna se va transformando, cambia de composición y gana en importancia los bienes industriales y servicios mientras los agrícolas de consumo directo la pierden, aumentando su demanda indirecta a través de las industrias de alimentos,

El desarrollo industrial se encuentra ligado al tamaño del mercado interno. La deficiente distribución del ingreso y la poca capacidad de compra hace que el mercado de bienes de consumo, por demás muy pequeño, se vea saturado prontamente. Esto, unido a la invariable decisión de industrializarse a toda costa, hace que el camino tomado sea la sustitución de bienes inter-

medios y materias semielaboradas; era la única alternativa posible para una industria cuyas posibilidades de expansión se estaban agotando. El impulso al crecimiento se traslada al componente de la demanda intermedia y, eventualmente, a la sustitución de bienes cuya demanda es más propia de las clases media y alta -se pensaba así superar la limitación del mercado fruto del bajo ingreso-. Tal política podría solucionar la estrechez del mercado, pero sólo temporalmente, pues de todas formas, tal estrechez volvería a manifestarse más tarde, esta vez a través de la poca demanda de bienes intermedios por parte de la industria de bienes de consumo. En un estudio del Departamento Nacional de Planeación, DNP ^{3/} las importaciones en 1953, como porcentaje sobre el valor agregado de diferentes sectores, son: industria 45,3 por ciento; minería 28,2 por ciento y servicios modernos 22,4 por ciento. Aparece claro en las cifras cómo la industria de bienes intermedios es la depositaria del futuro de ella misma.

Lógicamente el desarrollo industrial no podía hacer caso omiso del resto de la economía; era necesario a-

^{3/} Cabrera Galvis, Mauricio. "Sistema Financiero y Políticas antiinflacionarias 1974-1980" en Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, Publicaciones Asobancaria, 1980, p.32.

decurar otros sectores al modelo sustitutivo. El sector agropecuario juega un papel importante y se le brinda mucho respaldo -tal apoyo había producido un crecimiento fuerte durante la década de los 40-. Por más "industrialista" que fuera la decisión nacional, tenía que contar e ir de brazo con el sector agrícola, por varias razones:

- Era necesario generar la suficiente producción de alimentos a nivel interno y lograr así un ahorro de divisas que se pudiera destinar a la importación de maquinaria y equipo industrial.
- No es solamente cuestión de ahorro, sino también de generación de divisas, pues, las exportaciones siguen siendo fundamentalmente agrícolas (todavía no aparece el deseo de conquistar mercados externos con bienes industriales).
- El urbanismo creciente "concomitante al proceso industrial" exigía una producción de alimentos suficientes en forma tal que su escasez no fuera motivo de precios altos y trajera consigo una elevación en los costos industriales.
- El sector agrícola debía producir, además, los

excedentes necesarios en forma de ahorro para capitalizar a los demás sectores de la economía y permitir su crecimiento.

Es así como el sector llega a los años 50 con una clara diferenciación entre cultivos comerciales mecanizados y tradicionales*. Se logra cierta planeación de la producción como lo afirma un estudio del Departamento Nacional de Planeación, DNP ^{4/}:

El aumento en participación del valor bruto real de la producción en un conjunto de 18 cultivos más importantes, tiene la siguiente evolución: 12,2% en 1950-1954, 22,6% en 1960-1964 y 32,2% en 1970-1974.

Evidentemente, el desarrollo agrícola -en especial de los cultivos comerciales- no es sino la respuesta del propósito agrario nacional desde la década del 40, contando como parte inherente a ella la disponibilidad de crédito amplio y barato, en tanto que los cultivos tradicionales van perdiendo importancia relativa dentro del total de la producción.

* Los cultivos comerciales tienen mercados muy organizados, pocos intermediarios y almacenamiento bien establecido; esta situación hace que sus precios sean más o menos estables por su gran capacidad de acceso al crédito institucional.

^{4/} Ibidem, p.34.

La historia crediticia desde 1950 ha ido abriendo paulatinamente la puerta de los depósitos a la vista para actividades de fomento a mediano y largo plazo con tasas de interés subsidiadas. Era conciencia común, tanto del gobierno como de los sectores que deseaban participar en ese crédito, que el fomento sólo era posible mediante plazos largos y tasas de interés muy bajas. Las secuelas inflacionarias que esto conlleva se han analizado en otros estudios ^{5/}.

En 1954, el Decreto 198, obliga a los bancos a prestar por lo menos el 14,0 por ciento de sus depósitos al sector agropecuario con plazos hasta de cinco años. Dos años más tarde, la obligación se eleva a un 15,0 por ciento; en caso de existir algún faltante, se cubrirá mediante la suscripción de bonos de la Caja Agraria. Este fue el primer intento de dar un estatuto orgánico a la producción agropecuaria, pero sin lograr establecer todavía los mecanismos de control adecuados para la planeación de la producción.

El sector más beneficiado por las medidas institucionales y crediticias es el de la agricultura comercial al paso que las finanzas tienen un apreciable avance

^{5/} Urdinola, Antonio. (Citado por Cabrera Galvis, Mauricio, en Op.cit. p.35)

dentro del contexto económico pudiéndose hablar entonces de la relación sistema financiero-desarrollo económico, como motor de éste o quizás como un subproducto, pues a través de aquél se canaliza institucionalmente la orientación del crédito a determinados sectores. En el período se hace el papel de "intermediario" en el sentido estricto de la palabra: es el Banco Central quien crea recursos y los hace disponibles a las instituciones financieras, a través del redescuento o de medidas forzosas sobre encajes y cartera.

2.2.3. Crecimiento hacia "afuera"

Se empiezan a hacer evidentes las limitaciones del esquema de desarrollo hacia "adentro", o sustitución de importaciones según:

- El desarrollo industrial de sustitución de bienes intermedios se generó de forma monopólica debido al elevado componente tecnológico incorporado, a los tamaños de planta y al acceso al crédito, entre varios factores. Tal situación dió como resultado una baja absorción de mano de obra que, unida a la elevada migración campesina, generará uno de los grandes problemas de la época: el desempleo.

- La estructura agraria bastante desarrollada en su parte comercial pero estancada en los cultivos tradicionales, daba como resultado una elevada migración rural-urbana.
- El efecto combinado del tipo de desarrollo industrial y agrario generaba un alto desempleo; éste es el problema dominante de los planes de desarrollo de la época, afectando a la economía desde dos puntos de vista: problema social creador de inestabilidad y malestar y su impacto depresivo sobre la demanda interna.
- La sustitución de importaciones no eliminó la dependencia externa, pues, de todas formas la industria sigue necesitando divisas para realizar importaciones de bienes de capital y materias primas necesarias en el proceso sustitutivo. Frente a su comercio basado en la exportación de bien primario, las vicisitudes del mercado externo se reflejan de manera inmediata en el manejo cambiario.
- El proteccionismo no sólo creaba sino tendía a eternizar las ineficiencias productivas. En tal situación es el consumidor quien subsidia al productor, debido a los precios altos, mos-

trándose allí "el esfuerzo" total de la comunidad colombiana en la industrialización. Pero dadas las limitantes, era toda la economía la que se estaba estancando.

- Debido al proteccionismo, las empresas extranjeras no tienen otra alternativa que trabajar "adentro"

Consecuencia de este hecho es la atracción de inversión extranjera la cual se ve favorecida con enormes ganancias y preferencias. A partir de 1950 muestra su mayor incremento, concentrándose primordialmente en las manufacturas 6/.

Dadas las circunstancias anteriores, empieza a buscarse una alternativa, mirando hacia el exterior, sin abandonar la política de sustitución de importaciones. El proceso se va haciendo lentamente y la reorientación se da definitivamente, desde un punto de vista institucional, con la promulgación del Decreto 444 de 1967. Pero deben analizarse algunos antecedentes.

En 1957 se autoriza el funcionamiento de las Corporaciones Financieras, las cuales deberían atender exclusivamente al sector industrial. Son una clase de

6/ Arango, Juan. (Citado por Cabrera Galvis, Mauricio, en Op.cit. p.38)

intermediarios especializados, que tratan de responder a problemas concretos de la economía. Dadas sus características, los recursos deberían ser conseguidos mediante la emisión de Bonos de Garantía general y específica; en concordancia con tal captación, la colocación de sus recursos sólo podía ser de mediano y corto plazo. En 1959 aparecen los Fondos de Inversión y van surgiendo en medio de las recomendaciones insistentes de fortalecer el mercado de capitales para incrementar el ahorro interno.

Fruto de las recomendaciones hechas por las comisiones evaluadoras del plan de desarrollo económico y social (Plan decenal 1960-70) aparece en 1963 el Fondo de Inversiones Privadas para contribuir al fortalecimiento de la Balanza de Pagos mediante el fomento a las exportaciones. El cambio de orientación y mentalidad, hace que durante el período 1960-1968 se de un nuevo "jalón" del desarrollo industrial y se genere un cambio en la composición de la oferta industrial, ganando participación las exportaciones.

Para abrir los mercados externos no bastaba el deseo institucional de hacerlo; era necesario que las exportaciones fueran competitivas. Si bien es cierto que al interior de la industria, de estructura monopólica, no tiene tal problema, al exterior la cuestión es bien

diferente. La industria nacional se encontraba en competencia con industrias eficientes; por tanto, se requería una política orientada a facilitar la producción industrial, apoyándola y brindándole la oportunidad de bajar costos. En esta dirección se toman varias medidas, donde siempre la cuestión financiera tiene gran importancia. Los intermediarios más importantes debían adecuarse a las necesidades.

En 1968, con la creación del Fondo Financiero Industrial (FFI), la industria recibe un nuevo impulso. Este Fondo buscaba mejorar las condiciones de capital de trabajo de la pequeña y mediana industria, descentralizando el crédito. Pretendía mejorar la capitalización de las empresas financiadas a través del Fondo mediante la reinversión obligatoria de las utilidades. Un elemento importante era la generación de empleo y la asistencia técnica que se requería para acceder al préstamo, elevando la eficiencia de la producción en este tipo de industria.

Pero, su objetivo más importante era articular a la pequeña y mediana industria -tradicionalmente demandante de materias primas y productos semifabricados- al esquema general de desarrollo. La creación de este Fondo viene a confirmar el hecho de no descuidar la demanda interna por materias primas, demanda que

se dirige esencialmente al sector industrial, líder del desarrollo. Por otro lado, la pequeña y mediana industria, dada su tecnología, era la que mejor podría responder para generar empleo; esta tarea no podía ser cumplida por la gran industria dado el alto componente tecnológico -alta relación capital-trabajo-

Es interesante observar cómo el crédito de fomento en este tiempo se hace siempre recurriendo al Banco de la República (Cuadro 2.2). Es idea general que el crédito de fomento sea de largo plazo y barato; tales características impiden que los recursos se puedan obtener en el mercado de capitales, donde el largo plazo, dada la inflación, es incompatible con bajas tasas de interés.

Los intermediarios financieros, si bien están especializados, es una especialización "sui generis", pues ella no implica especialización en la captación de recursos. Todos, indistintamente, cuando se trata de financiar industria y agricultura, de mediano a largo plazo, se vuelven al Emisor.

Es conveniente dar una visión general de los principales problemas propios del sistema financiero, al

CUADRO 2.2
CARTERA (MILLONES) DE LOS BANCOS COMERCIALES

AÑOS	Con Recursos Banco República		Con Recursos Fondos Financieros		Con Recursos Propios		TOTAL
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
1962	645	17			3.162	83	3.806
1963	900	19			3.867	81	4.767
1964	1.242	24	158	3	3.718	73	5.117
1965	1.211	21	197	3	4.363	76	5.771
1966	1.509	23	419	6	4.678	71	6.606
1967	1.436	18	415	5	6.012	76	7.863
1968	2.107	24	485	6	6.234	71	8.827
1969	2.379	24	714	7	6.803	89	9.897
1970	3.018	25	871	7	7.949	67	11.838
1971	2.751	20	993	7	10.067	73	13.811
1972	2.394	15	2.001	12	11.833	73	16.228
1973	4.320	20	3.699	17	13.151	62	21.169
1974	6.184	21	7.149	24	16.148	55	29.481
1975	6.416	17	8.478	22	23.169	61	38.063
1976	5.193	11	11.460	24	31.999	66	48.652
1977	15.957	23	16.024	23	38.048	54	70.029
1978	18.371	21	20.410	24	46.641	55	85.422

NOTA: * No incluye Caja Agraria.

Fuente: Revista Banco de la República y cálculos Asobancaria.

iniciarse la década de los años 70. Las fallas en el funcionamiento de dicho sector son las siguientes:

- Estrechez del mercado institucionalizado con el auge del llamado "mercado extrabancario".
- Alto grado de concentración del poder y falta de competencia en el mercado de capitales.
- Insuficiencia de especialización de los intermediarios financieros y de los servicios prestados.
- Distorsiones debido a tasas de interés subsidiadas para los prestatarios; rendimientos nulos o bajos para el ahorrador; baja rentabilidad de las inversiones forzosas; ineficiencia en importantes intermediarios financieros. Todo lo anterior lleva a una insuficiente formación y captación de ahorros y a una movilización poco dinámica y uso inadecuado de dichos recursos.
- Efectos negativos sobre la distribución del ingreso.
- Existencia de un alto grado de monopolización

en el sistema financiero.

La década de los años 70 se inicia con estos problemas financieros; la manera como van a evolucionar, dependerá tanto de las políticas monetaria y financiera como del desarrollo de la actividad económica general.

2.2.4. Actividad económica, política económica y sector financiero en los años 70

Se pueden vincular algunos elementos relevantes de la actividad económica y de la política económica con el desarrollo financiero del período. En esta década la tasa de inflación se acelera en comparación con la década anterior y el sector externo tiene gran auge debido a la bonanza cafetera y al empuje de la economía subterránea. Al mismo tiempo, la empresa manufacturera refleja una gran tendencia al endeudamiento como fuente principal de financiación.

Es necesario referirse a las políticas de corto y largo plazo que han tenido un impacto directo sobre el sector financiero; ellas son: el plan de "Las Cuatro Estrategias" de la administración Pastrana; las "reformas financiera y tributaria"; el plan "Para Cerrar la Brecha" y "el manejo de la bonanza cafetera" durante la administración López Michelsen;

"la política coyuntural" y "Plan de Integración Nacional" (PIN) del gobierno de Turbay ^{7/}.

2.2.4.1. Las Cuatro Estrategias: En diciembre de 1971 el gobierno de Pastrana presentó un plan de desarrollo basado en las ideas del profesor Currie sobre los sectores impulsores del desarrollo económico.

Bases conceptuales del plan:

Tradicionalmente se ha considerado que el freno principal al desarrollo está situado en el lado de la oferta, por ejemplo, la escasez de capital, y no en el de la demanda.

En opinión del profesor Currie ^{8/}:

El problema es una deficiencia por el lado de la demanda a la cual hay que buscar una solución de tipo global. Para comprender esto, es preciso hacer una distinción teórica entre una demanda de tipo Keynesiano, cuya deficiencia puede ser afrontada creando medios de pago recurriendo al

^{7/} Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge. Sector Financiero colombiano: un análisis del desarrollo de la intermediación financiera. Medellín, Centro de Investigaciones Económicas, CIE, Universidad de Antioquia, 1980, pp.148-160.

^{8/} Currie, Lauchlin. (Citado por Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge en Op.cit. p.149).

déficit fiscal que busque inducir la inversión, y una demanda de tipo Say que impulse la inversión y la producción en unos sectores inducida por las demandas de otros sectores. Cuando se escogen los sectores adecuados, éstos producirán un crecimiento global muy grande en toda la economía al aumentar el empleo y la producción globales.

Estrategias trazadas:

¿Cuáles son los sectores líderes para el caso de la economía colombiana? Se trata de impulsar aquellos sectores que no sean muy intensivos en capital, sin grandes requerimientos de insumos importados y que no requieran de mano de obra muy calificada. De esta manera, tales sectores tendrán gran capacidad de absorción de mano de obra e insumos nacionales, cuyo impulso tendría gran impacto sobre la demanda de bienes básicos (alimentos, vestuario, etc.). Se requiere, además, que la demanda latente por los productos de estos sectores sea amplia.

Los sectores impulsadores propuestos son los de la construcción -principalmente vivienda urbana- y el sector externo -con el fomento de las exportaciones-. Estos sectores deben impulsar el aumento en la productividad agrícola. Además, para garantizar un mayor bienestar social derivado del crecimiento económico se propone una estrategia de distribución de ingresos mediante un sistema progresivo de impuestos.

Efectos sobre el sector financiero;

En opinión de Jesús Bejarano ^{9/}:

Este plan se caracterizó, además del hecho de estar fundamentado en un serio planteamiento económico -por discutible que fuese- por haber pasado de la fase de un documento escrito a su implementación práctica.

En efecto, el gobierno constituyó una Junta de Ahorro y Vivienda encargada de regular el sistema de financiación de la estrategia de vivienda urbana y un Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) adjunto a los Fondos especiales del Banco de la República.

Al mismo tiempo se autorizó la constitución de intermediarios financieros especializados denominados Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), cuya función básica fue la de captar recursos para préstamos destinados a la construcción y compra de vivienda y que luego se extendieron a las industrias productoras de insumos para la construcción. Inicialmente, se les dió a las CAV condiciones favorables para colocar sus excesos de liquidez en el FAVI o para cubrir sus déficits de liquidez. Además, no tenían regulaciones

^{9/} Bejarano, Jesús. (Citado por Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge en Op.cit. p.150)

de encajes lo que les permitía una mayor liquidez,

Para el funcionamiento de las Corporaciones se creó un activo financiero denominado Unidad de Poder Adquisitivo Constante, UPAC, con un valor inicial de \$100,00 y con la posibilidad de corregir su valor de acuerdo a la tasa de inflación -corrección monetaria- más un interés. En estas condiciones el UPAC se convirtió, por una decisión de política económica en el papel de mayor rentabilidad en relación a los otros activos financieros. Además, se le hizo más atractivo al colocar una exención tributaria sobre la corrección monetaria.

El sistema de valor constante se monta en Colombia en una coyuntura de alta inflación, lo que lo hace más atractivo. De otro lado, se crea un sector de la economía con grandes necesidades de financiación. Tan sólo existían dos entidades especializadas en crédito para vivienda: Banco Central Hipotecario e Instituto de Crédito Territorial.

El sistema UPAC tiene un éxito realmente notable si se miran las cifras, (Cuadros 2.3. y 2.4), por lo menos en lo que se refiere a la captación de recursos y a la cartera asignada al sector vivienda. Hay algunas cifras que vale la pena tener presentes: en el año de

CUADRO 2.3
CONCENTRACION DEL AHORRO FINANCIERO POR ACTIVOS

Período	Activos	Partic. % en el Ahorro Financiero
1963-1967	Depósito de Ahorro	60.0
1968-1972	Depósitos de Ahorro	80.0
	Cédulas Hipotecarias	
1973-1974	Depósitos de Ahorro	75.0
	UPAC	
	Cédulas Hipotecarias	
1975-1979	UPAC	83.0
	Depósitos de Ahorro	
	Certificados de Depósito a Término	

Fuente: Revista Superintendencia Bancaria, Cálculos CIE.

CUADRO 2.4
AHORRO INSTITUCIONAL

Composición(Millones.)	Promedio 1970 - 72	Promedio 1974 - 75	Promedio % 1970 - 72	Promedio % 1974 - 75
Depósitos:				
Ahorro	4.649.9	26.114.5	26.2	48.6
Término	4.468.3	10.955.5	25.2	20.4
UPAC	181.6	4.405.0	1.0	8.2
	-	10.754.0	-	20.0
Cédulas Hipotecarias y Capitalización	6.253.6	8.443.5	35.2	15.7
Bonos:	1.827.9	5.374.0	10.3	10.0
Privados	894.6	1.889.0	5.0	3.5
Desarrollo Económico	933.3	3.485.0	5.3	6.5
Reservas:	5.025.9	11.699.0	28.3	21.8
Técnicas	1.247.6	1.990.5	7.0	3.7
Matem. y técnicas	1.414.3	2.597.5	7.9	4.8
ISS	2.364.0	7.111.0	13.4	13.3
OTROS ¹	-	2.093.5	-	3.9
TOTAL	17.757.3	53.724.5	100.0	100.0

1. Incluye: CAT. PAS. Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.

Fuente: DNP.

su fundación el sistema UPAC tenía \$4.600 millones y representaba más o menos un 20,0 por ciento del total del ahorro financiero del país. Dos años más adelante, tenía ya \$13.600 millones, casi el triple y ya participaba con el 33,0 por ciento del ahorro financiero. En 1978 y 1979 esa participación disminuye un poco y representa el 30,0 por ciento con \$35.000 millones para, en 1980, crecer en forma significativa al llegar a los \$83.000 millones. En ocho años el sistema ha multiplicado por 20 sus captaciones. Estas cifras muestran de manera clara el grandísimo crecimiento de esos activos financieros.

Pese a que el principal objetivo del plan no fue el del incremento del ahorro, sino el de estimular la demanda agregada, en su implementación se hicieron importantes cambios en el sector financiero y, por lo tanto, en la canalización del ahorro financiero.

¿Qué se esperaba con respecto al ahorro?

- La captación de nuevos ahorros provenientes de dos fuentes: los ahorros generados por el impulso de la actividad constructiva que, al producir aumentos en el empleo y en la demanda global, aumentaría el ingreso real y al mismo tiempo permitiría generar ahorros para la compra de

vivienda, y los cambios en las instituciones financieras permitirían el incremento en el ahorro mediante estímulos adecuados.

- Los recursos que han sido tradicionalmente dedicados a otros sectores, donde puede haber exceso de capacidad, podrían dirigirse al sector de la construcción.

En opinión de Francisco Pieschacón ^{10/}:

Aunque fue ampliamente discutida la posibilidad de captar nuevos ahorros mediante el nuevo sistema financiero con el argumento de que el UPAC sacaba del mercado otros instrumentos muy rentables en ese momento como las Cédulas del Banco Central Hipotecario, es indiscutible el gran impacto que el plan tuvo sobre el crecimiento del sector financiero a través de las CAV.

2.2.4.2. La Reforma Financiera: La colocación de un tope máximo a la corrección monetaria por inflación para las UPAC, la eliminación de las inversiones forzosas de las aseguradoras y la posibilidad de emitir Certificados de Depósito a Término (CDT) por parte de los Bancos, se constituyen en las herramientas básicas de la reforma.

^{10/} Pieschacón, Francisco. (Citado por Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge en Op.cit. p.151).

Incidencias en el ahorro;

Los Certificados de Depósito a Término (CDT) no han tenido un éxito tan grande como el UPAC pero se han convertido también en un papel de ahorro importante. (Cuadros 2.3 a 2.7); (Gráficos 1 y 2). Para los Bancos y las Corporaciones Financieras fue una fuente de captación de recursos de 90 días. Los CDT valían en el año 1974 \$2.900 millones, a finales del año de 1976 \$13.000 millones y participaban ya con el 20,0 por ciento del ahorro financiero, en 1978 y 1979 cayeron muchísimo por efecto de los controles sobre las tasas de interés y llegaron a ser únicamente el 16,0 por ciento para tener una grandísima recuperación en 1980 llegando a los \$69.000 millones. Esto no es un milagro; simplemente fue el resultado de registrar captaciones que estaban haciendo los intermediarios financieros como ventas de cartera y depósitos fiduciarios, no registrados en los Balances, y que cuando se limitaron estas operaciones, las registraron en las cuentas de CDT.

Así se explica un crecimiento del 300,0 por ciento en un año. De otra parte, en 1977 aparece como papel de ahorro, no transferible, el Certificado de Cambio y en 1979 el Título de Participación. Los Certificados de Cambio captaron a comienzos de los 80 unos

CUADRO 2.5
CORPORACIONES FINANCIERAS OFICIALES
Fuentes de Recursos (%)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I. Mercado Nacional	5.4	14.9	13.4	13.7	14.9	15.4	20.9
1. C.D.T.	0.1	0.2	0.6	0.7	1.3	2.1	2.3
2. Bonos	-	6.2	5.1	4.2	4.1	3.3	8.1
3. Otros	5.3	8.5	7.7	8.8	9.6	10.0	10.5
II. Patrimonio	23.5	22.8	23.4	21.8	21.6	18.7	16.5
1. Capital pagado	18.9	18.1	18.5	17.5	17.0	15.8	13.5
2. Reservas	2.7	3.3	3.2	3.1	3.3	1.9	2.0
3. Utilidades	1.9	1.4	1.7	1.2	1.3	1.0	1.0
III. Deuda comercial externa	2.3	9.9	9.7	5.3	5.7	6.4	6.8
IV. Líneas de fomento	60.9	46.1	48.0	48.7	49.9	51.3	45.6
1. Bco. de la República	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	1.2	1.8
2. Fondos Financieros	29.9	32.2	4.8	5.6	6.3	6.9	4.3
3. Líneas Internacionales	21.1	10.5	8.5	7.7	7.5	5.9	6.2
4. Créditos de compensac.	1.8	2.3	1.7	1.1	0.8	1.2	1.3
5. Depósitos Oficiales	7.4	0.6	32.7	34.0	35.0	36.1	32.0
V. Otros	7.9	6.3	5.5	10.5	7.9	8.2	8.3
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
TOTAL (\$ millones)	92888	109425	128971	155877	164147	21891.2	26938.2

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Asobancaria.

CUADRO 2.6
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
Fuentes de Recursos (%)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I Mercado Nacional	20.1	19.6	22.6	34.7	41.0	44.5	36.6
1.C.D.T.	2.4	2.4	5.0	21.8	30.1	36.9	25.7
2.Bonos	13.3	10.9	7.4	5.0	4.1	2.0	3.2
3.Otros	4.4	6.3	10.2	7.9	6.8	5.6	7.7
II. Patrimonio	21.8	19.9	19.7	17.0	14.1	10.6	12.0
1.Capital pagado	12.6	9.4	9.4	7.8	6.7	5.7	6.2
2.Reservas	4.9	4.8	4.5	4.0	4.1	2.7	3.4
3.Utilidades	4.3	5.7	5.8	5.2	3.4	2.2	2.4
III. Deuda comercial externa	10.2	13.4	12.8	12.3	11.6	13.3	15.0
IV Líneas de fomento	43.4	41.9	39.8	33.5	29.0	26.6	28.9
1.Bco. de la República	0.4	0.6	1.0	0.7	0.5	2.3	2.0
2.Fondos Financieros	18.6	18.4	16.0	14.5	13.0	12.3	12.8
3.Líneas Internacionales	24.2	22.2	21.6	16.6	14.1	10.7	11.3
4.Créditos de compensac.	0.2	0.7	1.2	1.6	1.3	1.3	2.8
5.Depósitos Oficiales	-	-	-	-	-	-	-
V Otros	4.5	5.2	5.1	2.6	4.3	5.0	7.5
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
TOTAL (\$ millones)	6.604.3	8.464.3	11.524.7	16.346.5	20.827.1	41.132.1	49.427.4

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Asobancario.

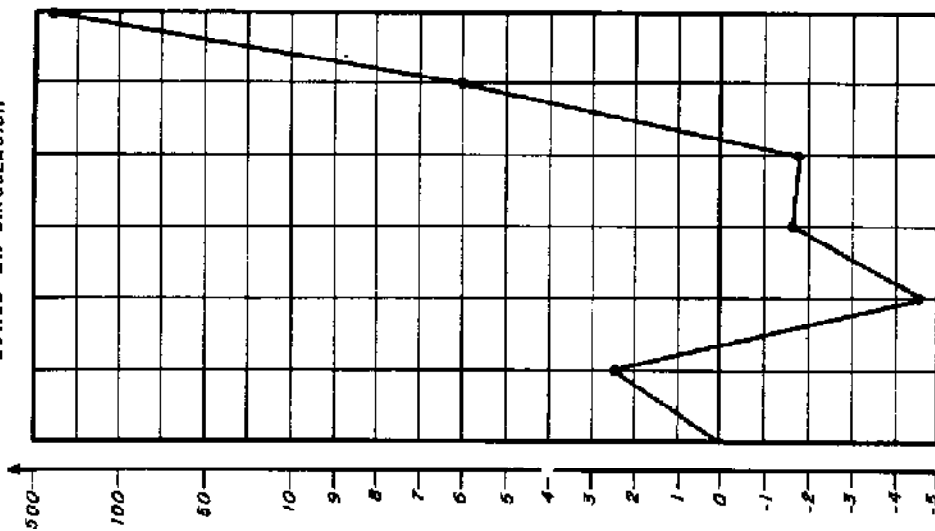
CUADRO 2.7
RECURSOS (MILLONES) DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Depósitos a término							
a) Privadas	159	205	573	3.556	8.727	15.190	12.697
b) Oficiales	10	22	82	106	34	455	618
TOTAL	169	227	655	3.662	8.761	15.645	13.315
Bonos en circulación							
a) Privadas	877	918	859	827	804	818	1.593
b) Oficiales	679	676	657	663	658	729	2.190
TOTAL	1.556	1.594	1.516	1.490	1.462	1.547	3.783

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Asobancaria.

BONOS EN CIRCULACION

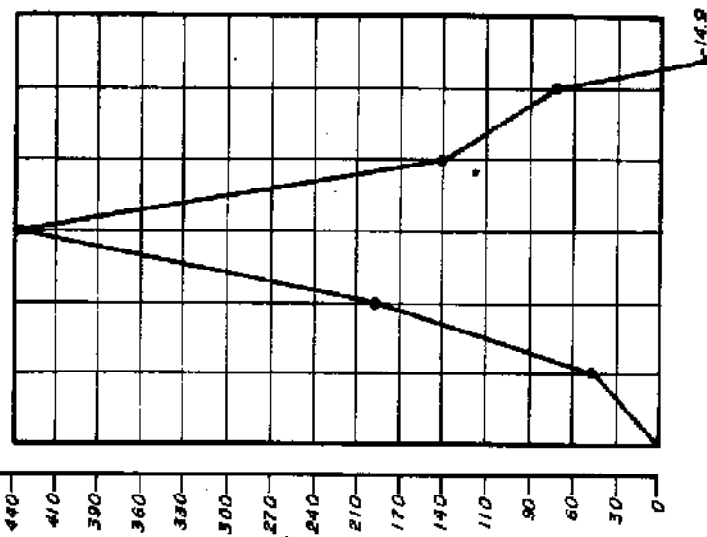
%



1974 1975 1976 1977 1978 1979 1980 AÑOS

DEPOSITOS A TERMINO

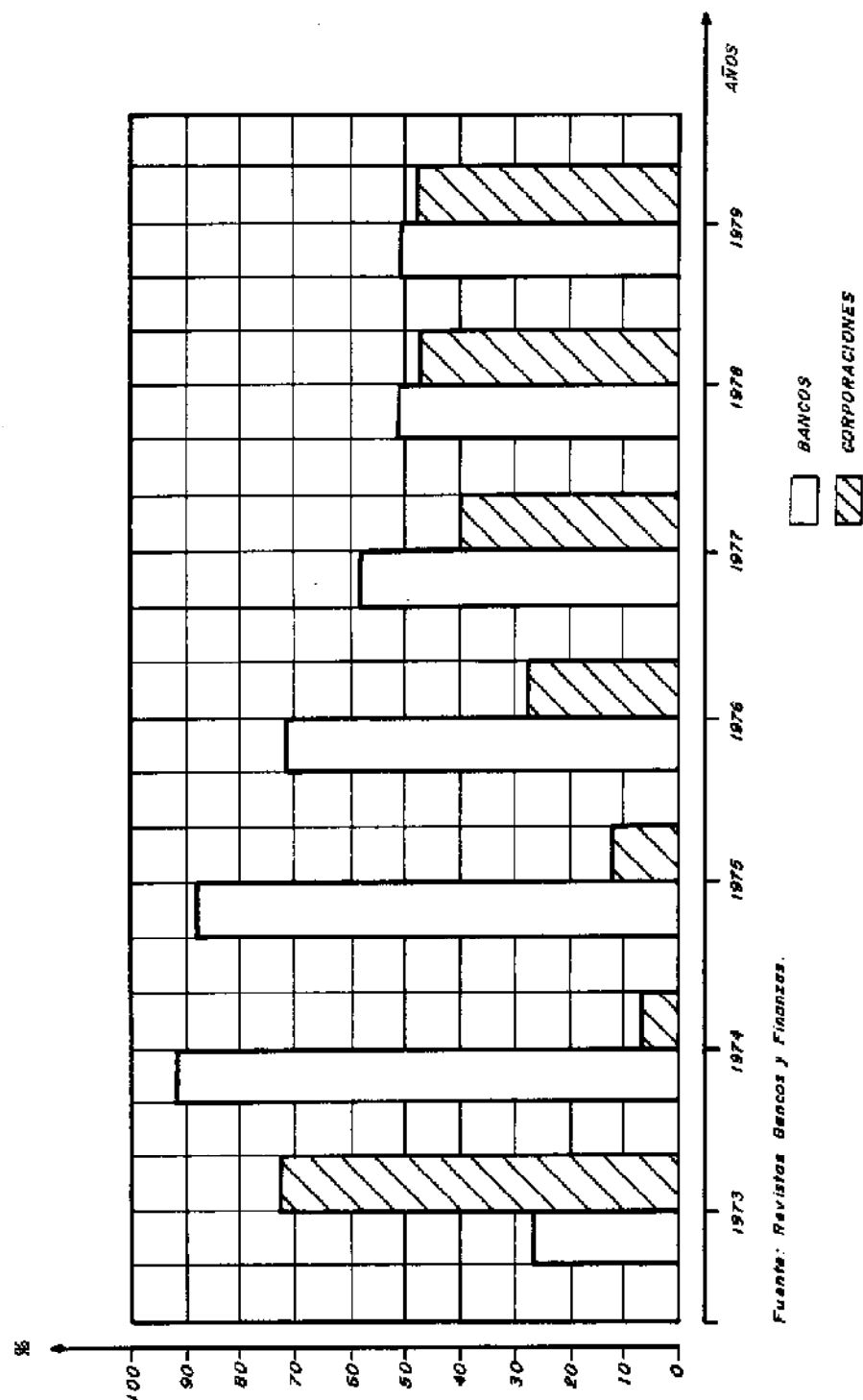
%



1974 1975 1976 1977 1978 1979 1980 AÑOS

Fuente: Superintendencia Bancaria

GRAFICA 1 - Tasas de crecimiento(%) de los recursos captados de las Corporaciones Financieras.



GRAFICA 2.- Participación anual de Bancos y Corporaciones Financieras en la captación de depósitos a término.

\$15.000 millones y los títulos de participación \$30.000 millones, con la característica de que este ahorro no se va a prestar; es, simplemente, una operación del Banco de la República en el mercado monetario con el fin de controlar la expansión monetaria.

Efectos sobre el sector financiero:

El objetivo básico de esta reforma es el de acercar las tasas de interés del mercado institucional, regulados por el Estado, a niveles más próximos a los de un mercado competitivo de capitales (se redujo la tasa de interés a los depósitos de ahorro y a los Certificados de Ahorro en UPAC, del 5,0 por ciento al 4,0 por ciento y del 5,5 por ciento al 5,0 por ciento, respectivamente. La tasa de interés para los préstamos individuales se reduce del 8,5 por ciento al 8,0 por ciento y disminuye la exención tributaria. Además, se opta por un encaje del 10,0 por ciento para Certificados de Ahorro y del 15,0 por ciento para Depósitos de Ahorro. Se eleva el rendimiento de los depósitos en Cajas de Ahorro del 8,5 por ciento al 12,0 por ciento), teniendo en cuenta la tasa de inflación y la tasa del mercado libre ^{11/}.

^{11/} Ortega, F. (Citado por Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge en Op.cit. p. 153).

Al mismo tiempo, se trata de evitar el régimen de inversiones forzosas que diezma los mecanismos del mercado; todo ésto se hace con el propósito adicional de incentivar el ahorro captado por los intermediarios financieros, dándoles una mayor competitividad con el mercado extrabancario. Con esta reforma, el sistema bancario entra a competir con los otros intermediarios captadores de ahorro al aumentar el interés sobre el ahorro a término y sobre préstamos (los Bancos pueden emitir Certificados de Depósito a Término con intereses hasta del 24,0 por ciento).

Con el tope a la corrección monetaria de los UPAC (hasta el 20,0 por ciento), se propone evitar el desmonte del sistema por excesivas tasas de interés para préstamos acentuadas por altas expectativas inflacionarias.

Al respecto, González N. ^{12/} afirma: "El resultado de la reforma no es el de liberar tasas de interés sino el de subirlas".

El desarrollo de los activos financieros del ahorro en Colombia se ha dado en los años 70 con la carac-

^{12/} González, N. (Citado por Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge en Op.cit. p.153).

terística del "síndrome de papel estrella". Aparecieron distintos papeles que en un determinado momento arrastraron un gran flujo de los recursos en la economía e indujeron ajustes en los otros papeles en cuanto a tasas de interés, plazos, etc. Bajo este síndrome se ha venido dando un aumento paulatino en las tasas de interés.

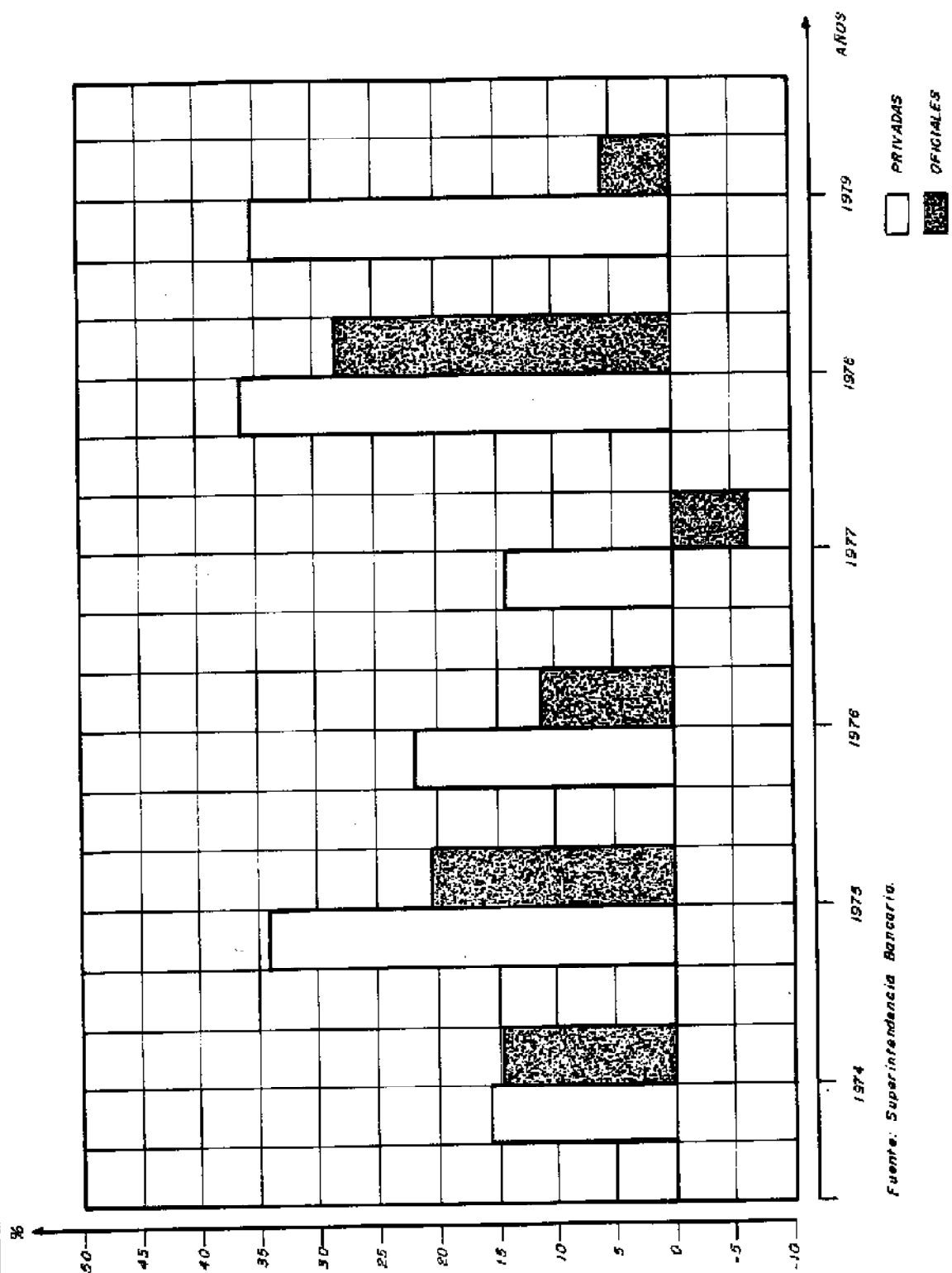
Porque hay que pagar intereses reales a los ahorradores, porque el Banco de la República y la autoridad monetaria deciden concentrarse en el control de la oferta y en el de los medios de pago, olvidándose del control de las tasas de interés, como un objetivo de la política, empieza un proceso de escalonamiento que tiene consecuencias importantes. En los Cuadros 2.5, 2.6 y 2.8; (Gráficos 3 y 4) se muestra la evolución y comportamiento de los recursos de las Corporaciones Financieras, como un indicativo del proceso de escalonamiento al que se hace referencia.

2.2.4.3. Reforma Tributaria: se propone una reforma que aumente sustancialmente los ingresos del Estado y que cumpla también objetivos redistributivos. El mecanismo propuesto para evitar futuros déficits consiste en cambiar la estructura del gasto público de tal manera que se frenen los gastos de inversión y se financien adecuada-

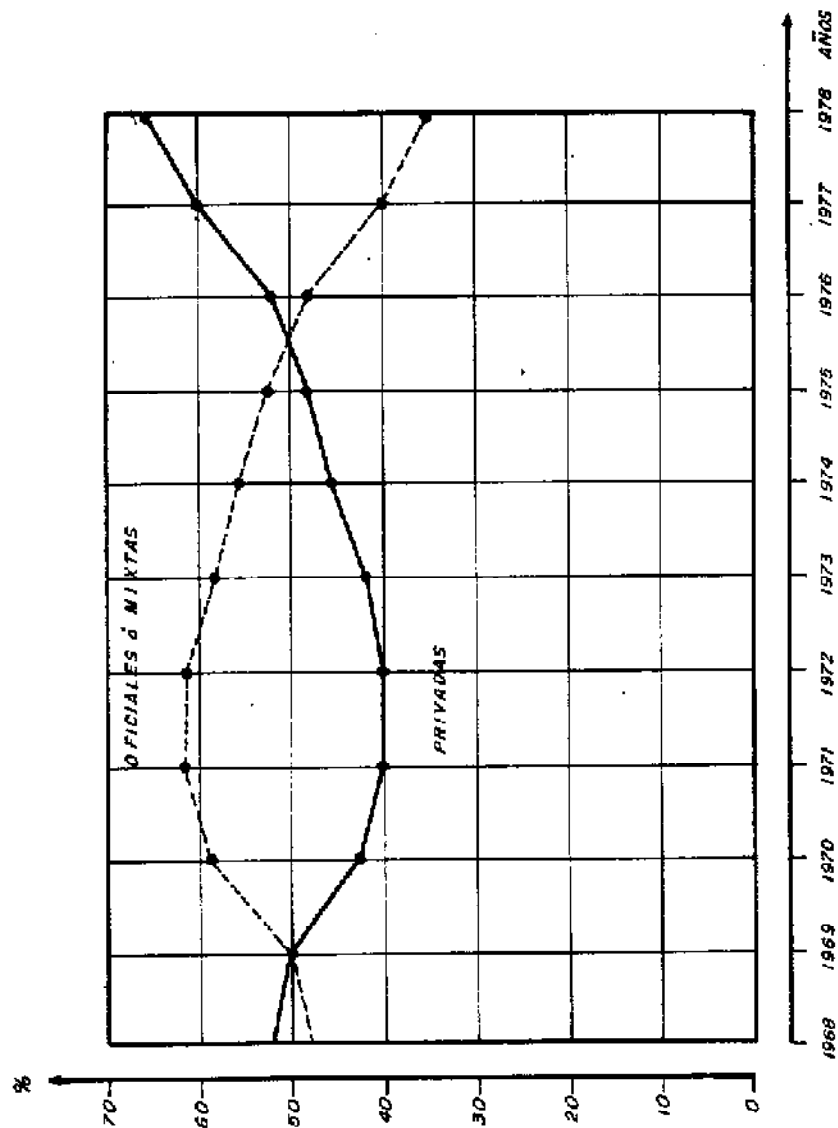
CUADRO 2.8
RECURSOS PATRIMONIALES (MILLONES) DE LAS
CORPORACIONES FINANCIERAS

CORPORACIONES	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Privadas	1.448.9	1.687.7	2.268.0	2.775.0	3.179.8	4.353.0	5.883.9
Capital Pagado	835.3	796.3	1.078.9	1.268.0	1.731.4	2.351.0	3.041.8
Reservas	327.6	409.6	525.7	651.5	748.0	1.091.0	1.659.4
Utilidades	286.0	481.8	603.4	856.9	700.4	911.0	1.182.7
Oficiales	2.185.3	2.497.8	3.037.6	3.397.3	3.163.3	4.065.0	4.335.2
Capital Pagado	1.759.9	1.979.0	2.400.7	2.728.1	2.849.2	3.468.9	3.631.9
Reservas	246.7	364.5	412.9	481.4	342.6	416.4	520.0
Utilidades	178.7	154.3	224.0	187.8	(28.5)	197.7	183.3
Total	3.634.2	4.185.5	5.305.6	6.172.3	6.343.1	8.418.1	10.219.1
Capital Pagado	2.595.2	2.775.3	3.479.6	3.994.7	4.580.6	5.819.7	6.673.7
Reservas	574.3	774.1	938.6	1.132.9	1.090.6	1.507.8	2.179.4
Utilidades	464.7	636.1	887.4	1.044.7	671.9	1.090.6	1.366.0

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Asobancaria



GRAFICA 3 - Crecimiento de Recursos Patrimoniales de las Corporaciones Financieras.



Fuente: Banca y Finanzas (Asociación Bancaria), Revistas Superintendencia Bancaria.

GRAFICA 4 . - Participación porcentual que tienen las Corporaciones Privadas y Oficiales (ó Mixtas) respecto al total de activos de las Corporaciones Financieras.

mente los de funcionamiento.

Efectos sobre el sector financiero:

- Para cubrir los gastos públicos inaplazables en situación de déficit se decidió anticipar ingresos provenientes de la reforma; para tal efecto, se crearon los "Pagaré Semestrales de Emergencia Económica" (PAS) con un período de vencimiento de seis meses.
- La medida más importante en relación con la política monetaria fue la de controlar el déficit cubierto con emisiones del Banco de la República o crédito externo. De todas maneras, los ingresos posteriores de la bonanza cafetera hicieron innecesarias las emisiones para cubrir déficits fiscales.

2.2.4.4. Plan "Para Cerrar la Brecha": Desde el punto de vista de la teoría del desarrollo el plan presentado por el gobierno de López Michelsen para el período 1975-78, considera que deben impulsarse simultáneamente varios sectores económicos para evitar un crecimiento desequilibrado.

Se trata de la concepción del "crecimiento balanceado",

que pretende impulsar al sector agrícola, industrial y de desarrollo urbano. Además, por oposición al me-ro desarrollo "hacia adentro", se impulsan las expor-taciones como política de desarrollo "hacia afuera", lo cual reemplaza la anterior política de sustitución de importaciones trazada desde los años 50.

Para el impulso de estos sectores se presentan pro-gramas sectoriales dentro de los cuales son de gran relevancia por su efectiva implementación los del De-sarrollo Rural Integrado (DRI) y el Plan de Alimenta-ción y Nutrición (PAN). Con excepción de estos dos proyectos, el énfasis de la implementación no está situado dentro de la política general de desarrollo, sino más bien dentro de una política de estabilización fundamentada en condiciones coyunturales de la econo-mía colombiana.

De ahí que las políticas macroeconómicas que se pro-ponen son muy ceñidas a los tradicionales instrumen-tos monetarios, financieros, fiscales y de comercio exterior.

Una consideración importante del Plan es la que una sobreprotección a la industria es algo dañino para la economía; por ello, se plantea que es necesario robustecer simultáneamente la industria y la agri-

cultura,

Efectos sobre el sector financiero:

Los proyectos DRI y PAN fueron financiados básicamente con endeudamiento externo. Esto robustecía el sistema financiero en la medida en que parte de estos recursos se trasladaron para su destinación final a través del sistema financiero. De todas maneras, el énfasis principal se hace en el plan de estabilización, que tiene como objetivo básico el control de la inflación por mecanismos monetarios -como premisa de cualquier proyecto de desarrollo-. La aparición de la bonanza cafetera requirió ajustes de la política económica.

2.2.4.5. Manejo de la Bonanza Cafetera: De US\$0,81 la libra en 1974, el precio promedio pasó a US\$1,57 en 1975, US\$2,40 en 1976 y US\$ 1,85 en 1978. El precio más alto se registró en abril de 1977 con US\$3,20 la libra.

Efectos sobre el sector financiero:

Como consecuencia de los aumentos en el precio internacional del café, las reservas internacionales netas empiezan a crecer notablemente a partir de 1975 y,

especialmente, de 1976 en adelante, registrando los siguientes valores: US\$547 millones en 1975; US\$ 1.165 millones en 1976; US\$1.829 millones en 1977 y US\$2.481 millones en 1978. El crecimiento de las reservas amenaza con alta inflación si se permite su monetización automática. Por esta razón, se impulsa una política de estricto control monetario.

Los principales cambios introducidos en el manejo monetario y financiero, como resultado de la bonanza y con el objetivo básico de lograr la restricción monetaria, fueron:

- En 1976 se crean los Títulos de Ahorro Cafetero (TAC); se crean con la pretensión de disminuir los ingresos líquidos de los cafeteros al instaurar un ahorro forzoso que disminuye también el circulante.
- El Congreso Nacional de Cafeteros dispuso que el producto adicional del aumento en la cuota de retención, se destinaría al incremento de la cuenta especial de títulos canjeables del Banco de la República. La inversión en estos títulos jugó un papel importante en la política de estabilización, al congelar más del 74,0 por ciento de los recursos adicionales del Fondo.

- En abril de 1977 la Junta Monetaria le da una nueva reglamentación a los Certificados de Cambio. Los exportadores privados reciben un Certificado cuya redención inicialmente fue de 90 días. Este instrumento puede ser negociado en Bolsa entre el período de expedición y el de vencimiento.

El Certificado de Cambio tuvo mucho éxito en el mercado financiero hasta el punto de que amenazó parte de los ahorros en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

- Creación de los Bonos Cafeteros con un vencimiento de cinco años y con un interés nominal del 19,0 por ciento. Tienen como objetivo eliminar los excesos de liquidez en poder de los cafeteros motivada por la bonanza.
- La política monetaria también se vio afectada con una elevación del encaje ordinario de los bancos al 45,0 por ciento de los depósitos en cuenta corriente y con el restablecimiento del encaje marginal, lo cual redujo notablemente el crédito institucional al sector productivo.

Indudablemente la bonanza cafetera, además de forzar

medidas de política monetaria y de creación de nuevos activos en el mercado financiero, contribuyó notablemente al incremento del ahorro financiero. No obstante, este crecimiento del ahorro no fue acompañado de una política de estímulos al crecimiento del sector productivo. Es decir, el manejo de la bonanza cafetera le da más claramente a la política económica y al plan "Para Cerrar la Brecha", un carácter más de estabilización de la inflación que de política de desarrollo, lo que dificulta un tanto al sector financiero cumplir su función de intermediación y le permite el fomento de actividades especulativas.

Y es que la economía colombiana se ha convertido en los últimos años en una economía estructuralmente especulativa. Mientras el ahorro financiero venía creciendo en forma rápida, la inversión productiva continuaba estancada (el gran incremento de la demanda que se produjo en los últimos años, en razón de la bonanza cafetera, se surtió básicamente con mayor utilización de la capacidad instalada, la cual llegó casi al 90,0 por ciento en 1978, sin que hubiera habido un mayor ensanche y un mayor aumento de la producción).

¿Por qué el ahorro no ha financiado la inversión productiva? ¿Por qué el ahorro financiero, que ha creci-

do en forma tan espectacular, no ha financiado la inversión? Estos interrogantes básicos serán explorados en las relaciones entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico

2.2.4.6. Plan de Integración Nacional, PIN:

El Plan de Integración Nacional, plantea todo un conjunto de opciones de política económica para hacer menos dependiente del crédito externo a la inversión pública: aumento de los recursos municipales y departamentales -elevando la utilización del potencial fiscal, regional y local-; mayor eficiencia en la asignación del gasto público -uso de transferencias del gobierno central para educación y salud-; fortalecimiento del mercado interno de capitales como fuente de financiación presupuestal; reforma fiscal de mayor envergadura como solución indispensable para resolver el limitante financiero.

Los sectores líderes en la estrategia del Plan son en su orden la descentralización, la energía, la infraestructura y el sector social -en el cual el PIN descarga la disminución para invertir por sus elevados gastos de funcionamiento y transferencias-

No se le da prioridad a la política de desarrollo económico de mediano y largo plazo y se busca, por el

contrario, una mayor fuerza de la iniciativa privada,

Todo el peso de la política económica, está dirigido hacia el control de la inflación mediante una política monetaria fuertemente contraccionista.

Con respecto al sector financiero se busca mantener un nivel "realista" de tasas de interés, subiendo las del mercado institucional para acercarlas a los niveles del mercado no institucional, en lugar de liberarlas. Se trata de controlar más el mercado extrabancario al extender las regulaciones de las compañías de financiamiento comercial a los intermediarios financieros.

Se colocan los depósitos de ahorro, en igualdad de condiciones con los de cuenta corriente al aumentar su encaje, lo que significa que se están empleando instrumentos de crédito como instrumentos de política monetaria. De esto resulta, paradójicamente, una nueva presión inflacionaria pues la escasez de crédito institucional encarece los costos financieros del sector productivo.

El mantenimiento de esta política contraccionista eleva de otro lado la carga financiera del Estado al asumir gran parte de sus costos financieros.

Con el desafortunado predominio de las teorías monetarias en nuestros países, las autoridades monetarias se concentraron de manera exagerada en el control de los medios de pago y olvidaron en Colombia, durante los años de 1979 y 1980, lo que pudiera pasar con las tasas de interés, bajo el supuesto teórico que las tasas de interés subían únicamente por la inflación.

Se ha demostrado que en Colombia es cierto que la tasa de interés pone un piso para la inflación pero que, por encima de eso existen muchísimos factores que la determinan: la escasez de crédito, la política monetaria, la existencia de actividades especulativas, etc.

Se requiere entonces, una acción directa sobre las tasas de interés, no un control por Decreto. Dado el grado de sofisticación que ha alcanzado el mercado financiero colombiano y el grado de integración a los mercados mundiales, es utópico tratar de controlar las tasas de interés por Decreto. Pero también es utópico pensar que el simple mercado, el libre juego de las fuerzas del mercado, va a llevar a las tasas de interés a su nivel de equilibrio.

La diferencia entre la rentabilidad individual y la rentabilidad social, es demasiado importante para

dejar que el mercado sea quien decida cuál es la tasa de interés que debe predominar en la economía. Se requiere una mayor competencia en la oferta de crédito posiblemente volviendo a abrir los créditos externos.

Es justo reconocer que la política monetaria del gobierno, a partir de 1980, ha vuelto a preocuparse un poco más por las tasas de interés, ha dejado su énfasis en el control de la expansión de los medios de pago, ha reconocido la existencia de otra serie de actividades en la economía y ha buscado hacer compatibles la libertad de los intermediarios financieros con el control de los medios de pago.

Este hecho es positivo: que el Banco de la República empiece a bajar las tasas de interés de los títulos de participación y por ese camino se puede avanzar hacia la consecuencia de un sistema financiero más normalizado, más organizado y se le reste importancia al mercado extrabancario que a la hora de la verdad es el que está prestando sus fuerzas o está alimentando, en mucha parte, el proceso especulativo.

2.2.5. La coyuntura económica y social a
comienzos de los años 80. Plan
"Desarrollo con Equidad" de la
administración Betancur

En términos generales el plan de desarrollo propone la adopción de una serie de políticas de reorganización del sistema institucional, reorientación del ahorro y estímulos y protección a la producción nacional, que faciliten la transición de un estado de inflación con recesión a uno de crecimiento con estabilidad. Se busca proporcionar una serie de estímulos reales a la actividad productiva, tanto por el lado de la demanda como de la oferta, en contraposición a las propuestas de conceder estímulos nominales basados en la simple emisión monetaria para financiar gasto público y en la eventual bancarrota financiera del país en aras de una recuperación económica sin fundamentos sólidos.

¿Cuáles son entonces las políticas del plan de desarrollo dirigidas al logro del objetivo de reactivación y estabilización económica? Indudablemente se requiere de una cuidadosa coordinación de las distintas políticas en el campo macroeconómico.

La estrategia busca incidir sobre los factores causantes de la recesión en la actividad económica y del alza en los precios, para contrarrestarlos o compensarlos con una serie de políticas en materia financiera, monetaria, cambiaria, fiscal y de salarios y precios, conjuntamente con el estímulo a la actividad productiva en sectores particulares,

Política financiera:

La experiencia de los últimos años demuestra que se necesita de una activa intervención del Estado, no solamente para ejercer un mínimo control sobre las actividades y prácticas de los intermediarios financieros, sino también para asegurar que los recursos del ahorro nacional se destinen a la creación de nueva riqueza.

Dentro de este orden de ideas, un elemento básico de la política económica es el reordenamiento del sector financiero. Se considera indispensable, como condición previa para el éxito del proceso de reactivación, la eliminación de las distorsiones que se habían venido presentando en el mercado financiero y el restablecimiento de la confianza del público en el sistema. En esta materia, el gobierno ya adoptó una serie de disposiciones, con el uso de la "Emergencia Económica",

sobre control, manejo y desconcentración de la propiedad de las instituciones financieras (Decretos 2929 de 1982 y 3727 de 1982).

Otro elemento de la política financiera es la reducción en términos reales de las tasas de interés. Para tales efectos, el gobierno ha venido ejerciendo un activo liderazgo a través de la política de captaciones y crédito de la banca oficial y mediante el manejo de las operaciones de mercado abierto. En este sentido, se han rebajado las tasas de captación de los CDT de los Bancos Oficiales, las tasas de interés de los cupos de Emisor y los rendimientos de los papeles del Estado.

Asimismo, se adoptaron las medidas para la eventual eliminación de los Certificados de Cambio (Resolución 18 de 1983 de la Junta Monetaria),

Política Monetaria:

Las súbitas contracciones y expansiones de los medios de pago, es decir, lo que se ha denominado la política del "pare y siga", constituye un elemento perturbador de la actividad económica que es preciso corregir.

En parte por este motivo, el gobierno eliminó el enca-

je marginal a inicios de 1983 (Resoluciones 1 y 27 de la Junta Monetaria), con la idea de regularizar el flujo de expansión monetaria a lo largo del año.

A más largo plazo, la política está orientada a reducir gradualmente la tasa de expansión de los medios de pago, a medida que se tenga éxito con las políticas de reactivación de la economía.

De otra parte, la meta del gobierno es la de incrementar la participación del crédito privado como fuente de la base monetaria.

Otro frente de la acción del gobierno se refiere al control de las expectativas inflacionarias; de ahí que se hayan concertado unas metas de reajustes salariales consecuentes con la situación de producción y empleo, se haya llegado a unos acuerdos especiales de precios dentro del marco de los esquemas de la contratación del desarrollo y se haya establecido una política de tarifas de servicios públicos y de control a los precios que se forman en condiciones de monopolio, dirigida a frenar el proceso inflacionario.

Política Fiscal:

En los últimos años la situación fiscal se ha venido deteriorando sustancialmente. En Colombia el déficit

fiscal efectivo, medido como la diferencia entre los ingresos corrientes no inflacionarios y los gastos totales, ascendió en 1982 a una cifra cercana al 3,5 por ciento del PIB. Sin embargo, lo preocupante no es la magnitud de este porcentaje, sino la tendencia explosiva del déficit a aumentar en los próximos años, siempre y cuando no se adopten medidas correctivas.

Los fenómenos anotados han obligado a acudir a las emisiones monetarias y al crédito externo para financiar el gasto público. De esta manera, el sector público se ha convertido en la principal fuente de expansión de la base monetaria y los niveles de endeudamiento externo se aproximan a los límites máximos que aconseja un manejo prudente y previsor. De otro lado, la presión del déficit fiscal sobre el ahorro interno impide reducir las tasas de interés a niveles compatibles con la política de reactivación y estabilidad de precios.

De ahí que se prevea, como parte integral de la política de reactivación y estabilización, la recuperación de la capacidad de ahorro del sector público (dentro de este objetivo se enmarca el paquete de medidas tributarias que actualmente se encuentra a consideración del Congreso Nacional).

Políticas de Estímulos Selectivos:

La actividad de la edificación de vivienda es uno de los sectores que reúne los requisitos para convertirse en impulsor del resto de la economía, por su elevado efecto multiplicador sobre diferentes subsectores industriales, por el reducido componente importado de sus insumos, por su alta utilización de mano de obra no calificada y por existir una demanda latente represada de grandes proporciones que fácilmente puede hacerse efectiva mediante la ampliación de los actuales sistemas de crédito. En este sentido el gobierno adoptó una serie de medidas para estimular y reestructurar el sistema UPAC (Decretos 2928 y 2929 de 1982), fortalecer financiera y administrativamente el Instituto de Crédito Territorial, (Decreto 3728 de 1982 y Resolución 84 de 1982, de la Junta Monetaria), y re-vitalizar los programas de vivienda rural de la Caja Agraria.

Otros elementos de la política de reactivación, tan fundamentales como los anteriores, son:

- Aumento de la productividad y reducción de márgenes de intermediación en el sector agropecuario. El gobierno ha previsto el inicio de campañas masivas de transferencia de tecnología,

el apoyo al sistema de producción-distribución de alimentos de consumo popular del programa DRI-PAN, la promoción de Cooperativas a nivel campesino, la refinanciación del IDEMA, el aumento del crédito del Fondo Financiero Agropecuario, la ampliación de los cupos de crédito de la Caja Agraria, la construcción y promoción de centrales de abastos y centros de acopio y la reducción de las tasas de interés de los Bonos de Prenda y ampliación de sus términos de vencimiento (Resolución 73 y 85 de 1982, de la Junta Monetaria).

- Política de compras oficiales. A este respecto, las directrices del gobierno nacional son un nuevo Estatuto de Compras y contratación oficial (Decreto 222 de 1983) y una estricta política de otorgamiento de licencia previa por parte del INCOMEX.
- Incremento de la protección a la industria nacional. El gobierno decretó un alza general del 20,0 por ciento en los aranceles (con algunas excepciones como alimentos y ciertos bienes de capital) (Decreto 3080 de 1982) y trasladó del régimen de libre al de licencia previa a alrededor de 500 artículos cuya importación se con-

sidera prescindible, o que son objeto de fabricación nacional, o con los cuales se detectaron problemas de contrabando técnico.

Como se puede apreciar, el plan de desarrollo prevé una cuidadosa coordinación de las diferentes políticas macroeconómicas con miras a recuperar el perdido dinamismo de la economía colombiana y consolidar el proceso de desarrollo.

Surge, entonces, la expectativa de si el país, con la instrumentación del plan, esté en capacidad de aprovechar plenamente su potencial productivo y de superar las dificultades que trae consigo la actual crisis de la economía mundial y muy especialmente de las economías latinoamericanas.

3. RELACIONES ENTRE EL DESARROLLO
FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO
EN COLOMBIA

3. RELACIONES ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO EN COLOMBIA

3.1. Planteamientos teóricos

A pesar de muchos años de estudio, debates y labor práctica, los economistas no se han puesto de acuerdo acerca de las causas principales del desarrollo económico, ni aún siquiera sobre todo aquello que le presenta impedimentos. Se ha tratado de identificar estos impedimentos con distintos factores como, deficiencia de ahorro interno, divisas, conocimientos y técnicas, actitudes e instituciones, etc.

Puede afirmarse con convicción que la validez de las explicaciones en torno a uno solo de los obstáculos se mira con escepticismo.

Aunque se reconoce la complejidad de los fenómenos económicos y de las causas del desarrollo económico, así como de los impedimentos que se oponen a éste, ni los economistas ni las autoridades responsa-

bles de la política pueden darse el lujo de quedarse paralizados ante la imposibilidad de hacer un diagnóstico o tomar una decisión. Más bien, debe tratarse de determinar cuáles son los impedimentos concretos, con el ánimo de lograr "una estructuración social-gradual" que no entrañe grandiosas concepciones de un todo integrado.

Una de tales esferas de política en los países menos desarrollados es el de las Finanzas y cabe preguntarse ¿cuál es exactamente la importancia de éstas respecto al ritmo y dirección del desarrollo económico? ^{1/}, Hasta qué punto es válida la opinión de Joan Robinson ^{2/}, de que en "general, parece ser que la empresa abre el camino y las finanzas lo siguen"; lo cual parece indicar que, ¿las finanzas tienen la función de mero acompañante? O se podría ser más ecléctico y decir que el "desarrollo entraña tanto los medios financieros como los bienes, según opinión de Gurley y Shaw ^{3/}.

-
- ^{1/} Chandavarkar, Anand. "Qué importancia tienen las finanzas en el desarrollo?" en Revista Finanzas y Desarrollo, (Vol.10), 3, Bogotá, Publicaciones FEDESARROLLO, 1973, pp.14-16.
 - ^{2/} Robinson, Joan. (Citado por Chandavarkar, Anand en Op.cit. p. 14)
 - ^{3/} Gurly, J. and Shaw, S.E. (Citados por Chandavarkar, Anand, en Op.cit. p.14)

Si se considera factible el primer método, tiene que conciliarse con dos difundidos fenómenos del desarrollo. El primero, es la característica ampliamente observada de un aumento de la proporción del dinero y de los activos financieros en relación tanto con formas tangibles de riqueza como con el producto nacional bruto. El segundo, es la constante preocupación de las autoridades de los países en desarrollo por la expansión del sistema bancario y la creación de instituciones financieras cada vez más especializadas para hacer frente a las necesidades de financiación en los sectores agrícola e industrial.

En el primer caso, la empresa no sigue el camino de los medios financieros que ya existen; en el segundo, la empresa señala el camino, pero las finanzas no lo siguen, al menos en forma automática. Si lo hicieran, las autoridades no tendrían tanto anhelo en contribuir a ello,

Si el punto de vista más ecléctico se ajusta a la realidad, las posibles relaciones causales y de retroacción entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, son los distintos aspectos que tienen que explorarse para valorar el papel que juega el sector financiero como estímulo a la inversión, la innovación y el crecimiento, de una parte, y el margen de

acción de la actividad económica general como repercusión en el desarrollo, por otra parte.

En este lineamiento, resaltan por su importancia la política Financiera y la política Económica, en la actividad económica, como materialización de sus contribuciones potenciales al desarrollo.

3.2. La importancia de la política Financiera en su contribución al crecimiento económico

3.2.1. El proceso de ahorro-inversión

La escasez relativa de capital, en comparación con el tamaño de la población y el monto de los recursos naturales, hace que el crecimiento del país dependa en mucho de su capacidad para generar ahorros y canalizarlos hacia inversiones productivas. Los mercados financieros con sus títulos-valores directos e indirectos, entre los que se encuentra el dinero, tienen una posición de gran influencia sobre la inversión y, por lo tanto, sobre la tasa de crecimiento de la economía.

Cada uno de los sistemas de financiamiento: autofinanciamiento, financiamiento directo e indirecto, a través del mercado, tienen sus costos y beneficios.

Se debe tratar de alcanzar la proporción óptima en el empleo de estos mecanismos financieros para aprovechar al máximo su contribución al crecimiento económico.

En opinión de Claudio González ^{4/}:

Esta contribución consiste básicamente en: 1) proporcionar formas convenientes para ahorrar, a fin de llevar a un aumento el ahorro total del país; 2) permitir que los ahorros se transfieran de usos poco rentables hacia proyectos de una mayor rentabilidad social, de manera que se alcance un mayor desarrollo a partir de un volumen dado de ahorros. Un corolario de un desarrollo financiero eficiente es una mayor participación de las unidades económicas pequeñas en los rendimientos de la inversión.

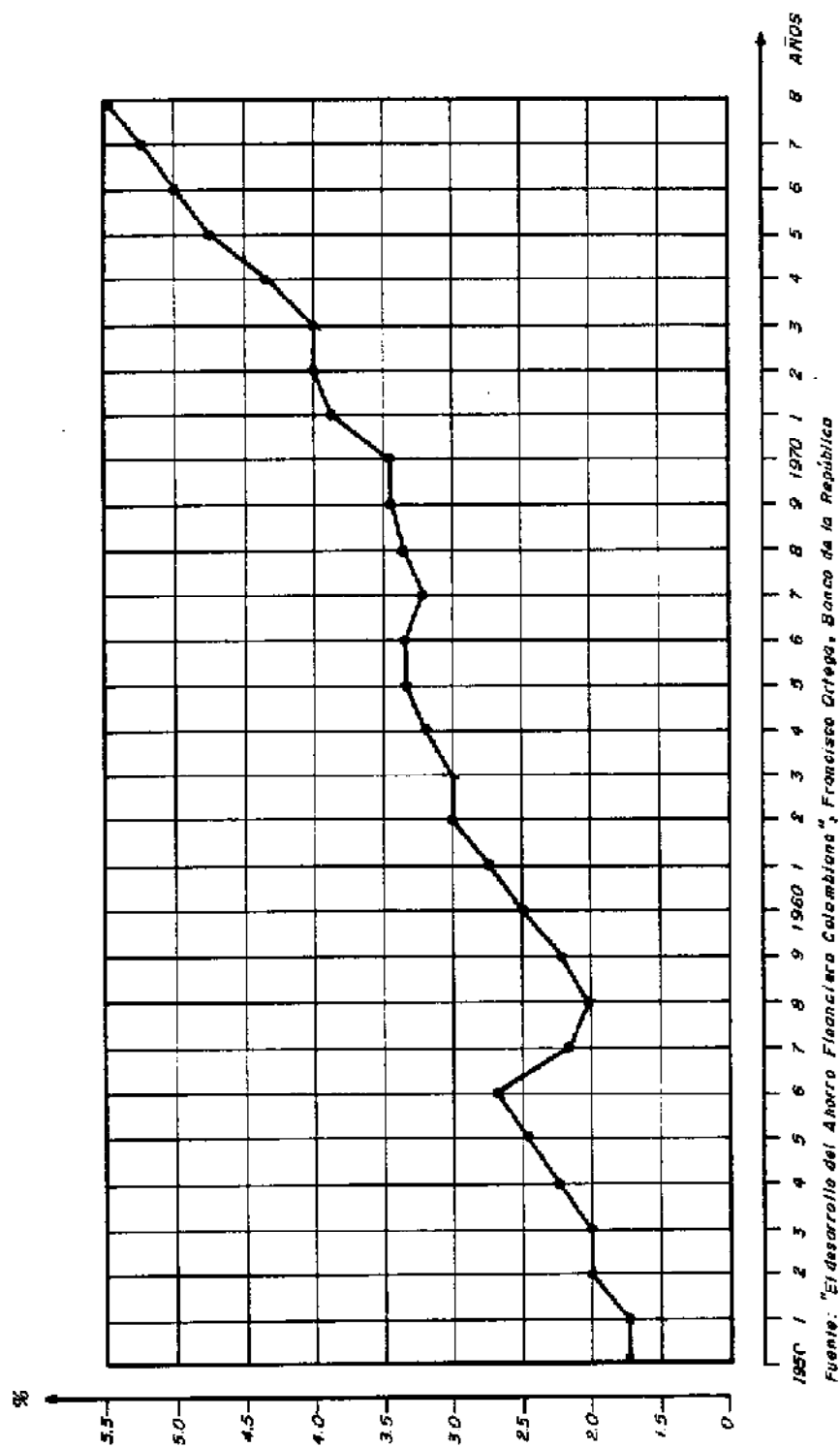
La principal fuente de financiamiento en Colombia en la actualidad es el ahorro financiero. Interesa preguntarse, si este tipo de recursos ha venido contribuyendo más al financiamiento de la producción y los servicios durante la década de los 70 y comparativamente a los años 50-60. Un indicador adecuado es la relación entre ahorro financiero neto y el producto interno bruto.

En el Gráfico 6 , se observa que la relación presenta

^{4/} González, Claudio. Las instituciones financieras de desarrollo y la movilización de recursos internos en los países de América Latina. Bogotá, Publicaciones ANTF, 1977, pp.39-40.

CUADRO 3.1
ORIGEN POR RAMAS DE ACTIVIDAD DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES DE MERCADO'
(Millones)

1949		1951		1952		1953		1954		1955		1956		1957		1958		1959		1960		1961		1962		1963		1964		1965		1966		1967		1968		1969		1970		1971		1972		1973		1974		1975		1976		1977		1978		1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		2028		2029		2030																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year	Rate	Year</



GRAFICA 5. - Participación del Sector Financiero en el PBI total a precios reales de mercado.

una leve tendencia a la baja entre 1950-1958, creciendo levemente entre 1960-1966 para luego ascender significativamente entre 1967-1978 -de una manera más acentuada entre 1976-1978-.

Por otra parte, en el Gráfico 5 , la participación del sector financiero a precios reales del mercado, se acelera a partir de 1970 y con mayor énfasis desde 1974. Entre 1950-1960 su participación se mejora al pasar de 1,8 por ciento a 2,5 por ciento (0,7 puntos); entre 1960-1970, pasa de 2,5 por ciento a 3,4 por ciento (0,9 puntos); en cambio, entre 1970-1978, la tendencia varía de 3,4 por ciento a 5,5 por ciento (2.1 puntos).

Uno de los propósitos centrales de la legislación que reglamentó la actividad de las Corporaciones era la creación de unas entidades de características tales que favorecieran la canalización de capitales hacia la actividad productiva, pues, su especialización en este campo creaba condiciones técnicas y administrativas que estimularan la inversión de capitales.

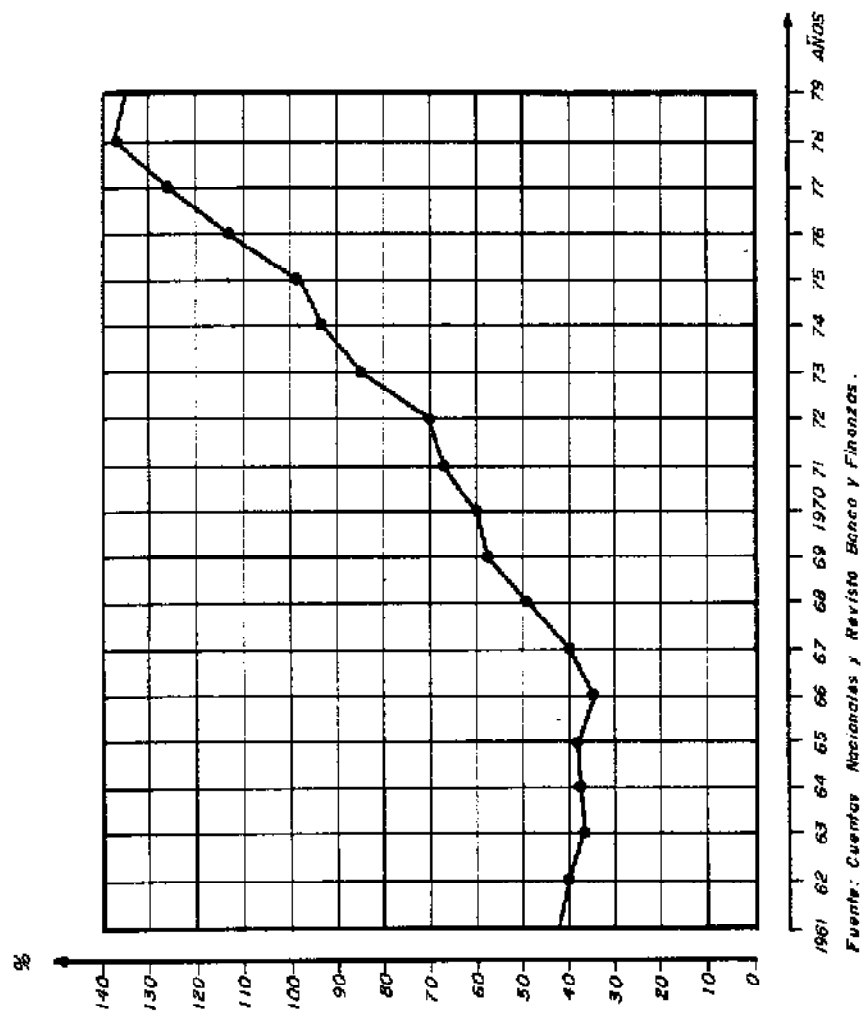
El dato agregado de todas las inversiones y de la proporción de éstas en el conjunto de los activos de las Financieras indicaría una actividad inversora muy dinámica, que se ajustaría a los propósitos ini-

CUADRO 3.2
ESTADÍSTICAS DE AHORRO FINANCIERO NETO

Saldo a fin de:	PIB (Millones)	For. interna bruta de Capital (Millones)	Cuasi dineros (Millones)	Otros activos Financieros (Millones)	Ahorro Finan- ciario Neto (Millones)	Ahorro Finan- ciario / Form. in- teb. brut. capit. %	Ahorro Finan- ciario neto / PIB %
1961	30.421.0	5.580.3	876	404	1.280		4.2
1962	34.199.2	6.138.9	890	427	1.417	2.2	4.1
1963	43.525.5	7.167.5	1.086	513	1.599	2.5	3.7
1964	53.760.3	8.653.8	1.314	669	1.983	4.4	3.7
1965	60.797.6	9.504.2	1.557	715	2.272	3.0	3.7
1966	73.612.3	12.303.6	1.775	733	2.508	1.9	3.4
1967	83.082.7	14.729.1	2.088	264	3.209	4.8	3.9
1968	96.421.7	18.815.1	2.460	520	4.566	9.2	4.7
1969	110.953.3	21.230.1	2.896	701	6.208	7.7	5.6
1970	130.361.4	26.440.8	3.664	779	7.720	7.1	5.9
1971	152.252.8	31.603.7	4.309	1.477	9.942	7.0	6.5
1972	182.092.3	34.520.4	6.164	2.097	12.822	8.9	7.0
1973	243.235.9	42.534.6	12.802	3.529	20.189	16.9	8.3
1974	329.155.4	63.860.3	20.812	54.30	30.032	15.4	9.1
1975	412.828.7	77.572.1	31.782	4.674	43.298	12.1	9.6
1976	534.015.3	97.081.3	50.393	9.076	64.485	20.4	11.1
1977	718.971.3	127.321.2	70.160	14.749	89.400		
1978				23.110	122.973		
1979				20.217			

NOTA 1. Bases de desarrollo Económico, de Corporaciones Financieras y Cafeteras y CAT.

Fuente: Revista Banca y Finanzas y cálculos Departamento Económico Asabancaria.



GRAFICA 6 . - Relación Ahorro financiero neto y producto Interno bruto.

CUA DRO 3.3
ESTADISTICAS E INDICADORES FINANCIEROS

Saldo a fin de:	Activo bancos (Millones)	Activo de interm.(Millones)	Activo total (Millones)	P I B (Millones)	Activo de Bos./PIB	Activo de los dem.int./PIB	Act. del sist. financ./PIB	Act. Bos./ Act. sist. fin.	Act. dem. int./ Act. sist. fin.
1950	1.181	313	1.494	7.860,5	15,0	4,0	19,0	79,0	21,0
1951	1.390	355	1.745	8.940,9	15,5	4,0	19,5	79,7	20,3
1952	1.637	434	2.071	9.650,9	17,0	4,5	21,5	79,0	21,0
1953	1.883	516	2.399	10.734,7	17,5	4,8	22,3	78,5	21,5
1954	2.688	617	3.305	12.758,7	21,1	4,8	25,9	81,3	18,7
1955	3.461	437	3.898	13.249,8	26,1	3,3	29,4	88,8	11,2
1956	4.532	533	5.065	14.862,8	30,5	3,6	34,1	89,5	10,5
1957	4.849	581	5.430	17.810,6	32,2	3,3	30,5	89,3	10,7
1958	5.236	784	6.020	20.682,5	33	3,8	29,1	87,0	13,0
1959	5.760	927	6.687	23.648,6	34,4	3,9	28,3	86,1	13,9
1960	6.669	1.047	7.716	26.746,7	24,9	3,9	28,8	86,4	13,6
1961	8.397	1.166	9.563	30.421,0	27,6	3,8	31,4	87,8	12,2
1962	10.727	1.751	12.478	34.199,2	31,4	5,1	36,5	86,0	14,0
1963	12.192	2.181	14.373	43.525,5	28,0	5,0	33,0	84,9	15,1
1964	16.812	2.858	19.670	53.760,3	31,3	5,3	36,6	85,5	14,5
1965	19.306	3.415	22.721	60.797,6	31,8	5,6	37,4	85,0	15,0
1966	21.694	3.876	25.570	73.612,3	29,5	5,3	34,7	84,8	15,2
1967	24.188	4.406	28.594	83.082,7	29,1	5,3	34,4	84,6	15,4
1968	28.862	6.764	35.626	96.421,7	29,9	9,1	39,0	76,7	23,3
1969	35.242	11.724	46.966	110.953,3	31,8	10,6	42,3	75,0	25,0
1970	38.857	16.490	55.347	130.381,4	29,8	12,6	42,5	70,2	29,8
1971	47.671	21.959	69.630	152.262,8	31,3	14,4	45,7	68,5	31,5
1972	54.709	26.169	80.878	182.092,3	30,0	14,4	44,4	67,6	32,4
1973	70.715	33.513	104.228	243.235,9	29,1	13,8	42,9	67,8	32,2
1974	101.279	44.082	145.361	329.155,4	30,8	13,4	44,2	69,7	30,3
1975	122.326	63.882	186.208	412.828,7	29,6	15,5	45,1	65,7	34,3
1976	157.306	82.256	239.562	534.015,3	29,5	15,4	44,9	65,7	34,3
1977	200.628	112.379	313.007	716.971,3	28,0	15,7	43,7	64,1	35,9
1978	250.665	155.625	406.290		nd.	nd.	nd.	nd.	38,3
1979	323.868	197.777	521.645		nd.	nd.	nd.	nd.	37,9

NOTAS 1. Incluye Caja Agraria.

2. Incluye Caja Social Ahorros, BCH, Corporaciones Financieras, Corporaciones de Ahorro y Vivienda, Compañías de Financiamiento Comercial.

Fuente: Asobancaria, Superintendencia Bancaria, Banco de la República.

ciales, a pesar de tener una leve tendencia decreciente hacia 1977, que da paso a un crecimiento considerable de la actividad inversora en los años 1977-1978, debido principalmente a la necesidad de cumplir con la inversión forzosa prescrita por la Resolución 65 de 1977. Este crecimiento de la inversión es más fuerte en el caso de las Corporaciones Privadas, como lo señala el Cuadro 3.4, de tal manera que estas Corporaciones aumentan considerablemente su participación dentro de las inversiones totales de 31,4 por ciento en 1977 a 55,4 por ciento en 1979.

De esta manera, ha tocado a su fin la preeminencia de las Corporaciones Oficiales en este rubro, que se fundamentaba en el gran peso de la actividad inversora del IFI, entidad que aportaba las dos terceras partes de la cartera total de inversiones y cerca del 80,0 por ciento de la correspondiente a las entidades oficiales de este tipo.

El segundo hecho que debe considerarse es la composición misma de las inversiones, ya que el total de ellas no es participación en el capital de empresas. En efecto, las Corporaciones pueden invertir en capital de empresas financiadas, promovidas o transformadas, y además realizar otra clase de inversiones tales como las de carácter tributario (Cédulas Hipoteca-

CUADRO 3.4
INVERSIONES TOTALES DE LAS
CORPORACIONES FINANCIERAS

AÑOS	CORPORACIONES	V/r. (\$ millones)	%
1974	Privadas	881.6	23.9
	Oficiales	2.801.1	76.1
	TOTAL	3.682.7	100.0
1975	Privadas	1.105.1	26.0
	Oficiales	3.153.0	74.0
	TOTAL	4.258.1	100.0
1976	Privadas	1.251.5	23.2
	Oficiales	4.148.6	78.8
	TOTAL	5.400.1	100.0
1977	Privadas	2.110.0	31.4
	Oficiales	4.615.8	68.8
	TOTAL	6.725.8	100.0
1978	Privadas	5.653.2	50.7
	Oficiales	5.494.6	49.3
	TOTAL	11.148.8	100.0
1979	Privadas	8.992.8	55.4
	Oficiales	7.248.8	44.6
	TOTAL	16.241.6	100.0

Fuente: Asociación Bancaria y revista Superintendencia Bancaria.

rias, Bonos de Vivienda y Ahorro y Acciones de Paz del Río), las de garantías (Cédulas del BCH, Bonos de Desarrollo Económico). De este conjunto, sólo el primer grupo representa inversiones de capital propiamente dichas; el Cuadro 3.5, resume la evolución de estas colocaciones junto con las de las otras inversiones de las Corporaciones Privadas. A pesar del crecimiento en términos absolutos de estas inversiones en el período 1974-1976, se venía presentando un descenso en términos relativos. Después de la Resolución 65 se presenta un rápido crecimiento de este rubro en términos absolutos, mejorándose entonces, la relación respecto de los activos.

Desde el punto de vista financiero hay eficacia de los intermediarios para la captación de recursos -en este sentido la tasa de interés ha sido un incentivo para la sustitución de dineros por cuasi-dineros, pero muestra también la ineficacia del mercado para la asignación de los recursos-

Los intermediarios financieros han recibido demandas básicamente para capital de trabajo, importaciones, etc., y no para inversión productiva. ¿Por qué? Porque el hecho básico que olvidaron las reformas financieras es que la rentabilidad individual es diferente de la rentabilidad social y que a la ilusión

CUADRO 3.5
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
INVERSIONES DE CAPITAL
(Millones)

	Diciembre 1974	Diciembre 1975	Diciembre 1976	Diciembre 1977	Diciembre 1978	Enero 1980
Inversiones de capital	729.3	932.2	866.8	2.346.5	4.784.4	8.662.6
Otras inversiones	152.0	172.9	384.8	1.727.7	1.670.9	n.d.
Activos	8.464.2	11.555.3	16.346.5	44.997.2	63.023.4	6.880.2
Inv. de capital / Activos	0.6	81	5.3	5.2	7.6	13.0

n.d. No disponible.

individual de la rentabilidad y de la ganancia puede responder una realidad social de estancamiento y recesión.

¿Por qué no ha habido crecimiento económico y se está en una recesión? En Colombia la brecha externa, con la gran cantidad de divisas, y las cifras de ahorro financiero muestran que se cerró también la brecha interna de la economía, o sea, que existen los recursos financieros suficientes. La economía colombiana es estructuralmente especulativa porque existen cierto tipo de actividades ordinariamente no productivas que generan altísimas rentabilidades y atraen hacia sí el gran volumen de recursos financieros.

Lo que hay que decir, desde el punto de vista teórico, es que el modelo de las dos brechas era equivocado y que el problema no era ese; esos recursos han ido, precisamente, a actividades especulativas, como la finca raíz, importaciones de bienes de consumo durables y financiación de este mismo tipo de bienes.

Si el único origen de las riquezas es la producción y el trabajo, lo que está ocurriendo en esta economía especulativa, es una transferencia de la ganancia entre sectores, posibilitada durante los años de la bonanza por el gran excedente del sector externo, le-

gal e ilegal. Cuando ese excedente termina, empiezan a producirse quiebras y toda una serie de fenómenos de recesión en la economía porque la transferencia ha perdido su sustrato. El exagerado crecimiento de los sectores de la intermediación financiera lleva necesariamente a este tipo de consecuencias.

3.2.2. La importancia de las tasas de interés

Las tasas de interés son una de las variables más importantes en el campo de la política financiera y su revisión es una condición necesaria, aunque no suficiente, para promover una captación de ahorros internos por parte de los intermediarios financieros más vigorosa.

En particular si las tasas de interés negativas prevalecen por un período suficientemente sostenido de tiempo, la base institucional del sistema financiero se debilita, con lo que se limita, en el largo plazo, el desarrollo de los hábitos de ahorro de la comunidad.

En general, las tasas de interés pagadas sobre depósitos por los intermediarios, debieran, como un mínimo absoluto, ser positivas en términos reales, a fin de

evitar la acumulación de bienes tangibles o de activos financieros extranjeros, que en esas circunstancias, tendrían mejores posibilidades como depósitos de valor.

Tasas de interés todavía más altas en términos reales, a su vez, permitirían canalizar una proporción mayor de los recursos ahorrados a través de los intermediarios financieros contribuyendo potencialmente a una mejor asignación de los ahorros.

Desde el punto de vista activo, tasas de interés sobre los préstamos que reflejen más adecuadamente el costo de oportunidad del capital inducirían una selección más eficiente de los proyectos de inversión que se financian y, los mayores márgenes implícitos le permitirían a los intermediarios cubrir más adecuadamente los costos y riesgos de sus operaciones de desarrollo y proteger más eficazmente la integridad de sus recursos prestables.

Finalmente, la estructura de las tasas de interés debe evitar la fragmentación artificial, para permitirle a cada tipo de intermediario financiero desarrollarse de acuerdo con sus ventajas comparativas en la movilización y asignación de recursos.

En el caso colombiano, donde existe un mercado de capitales destinado a la financiación de los proyectos de mediano y largo plazo, esta función la cumple el crédito de fomento y/o el endeudamiento externo. Para Alvaro Zarta Avila ^{5/}:

Un análisis de la estructura de plazos de las tasas de interés tiene que limitarse sólo al tramo del corto plazo -inferiores o a lo sumo iguales a un año-. Ha sido, precisamente, dentro de este horizonte de tiempo donde el mercado financiero ha adquirido preponderancia, especialmente en la segunda mitad de la década de los 70, en el intento por movilizar los recursos de ahorro, tanto efectivos como potenciales de las diversas unidades económicas (familias, empresas, gobierno y sector externo).

La movilización de recursos importantes sólo se logra, inicialmente, incentivando al ahorrador que tiene preferencia por los activos "cortos". Esto determina para el mercado en su conjunto una "debilidad constitucional", por el corto plazo, la cual puede verse confirmada y expandida en presencia de condiciones favorables para ello, tales como un ambiente inflacionario y factores de política monetaria restrictiva, como efectivamente sucedió durante los períodos 1973-1977 y 1977-1980, respectivamente, en nuestra economía.

De este modo, se configuró para el mercado financiero colombiano, una estructura temporal de tasas de interés para el tramo del corto plazo, anómala, en la cual, a menor plazo se daba una mayor tasa de interés y viceversa.

Esto conduce a que haya que redefinir los plazos en un mercado de este tipo, habiéndose encontrado que la diferencia entre "corto" y "largo" plazo estaría alrededor de los 90 días, siendo las

^{5/} Zarta Avila, Eduardo. El sistema financiero y el desarrollo en Colombia. Bogotá, Publicación-Universidad Nacional de Colombia, Departamento de Ciencias Económicas, 1982, pp.23-35.

rentabilidades inferiores a 90 días correspondientes al mercado monetario y las superiores a 90 días más a los recursos del mercado de capitales que se captan mediante documentos de ahorro.

En el caso del período 1974-1976 y 1978-1980 predominó un valor mayor esperado en la tasa de interés de "corto" plazo, por lo que la oportunidad para la especulación se presentó en el extremo corto del mercado.

El negocio en esta circunstancia consistió en que una buena parte de individuos e instituciones preferían prestar a corto plazo y tomar prestado a largo plazo.

Esta racionalidad se ve confirmada por dos tipos de factores que contribuyeron a que la actividad especulativa se incentivara en el "corto" plazo. En primer término, al acelerarse la inflación en el período 1973-1977, las expectativas de inflación y los niveles alcanzados por la inflación misma afectaron tanto la expectativa sobre las tasas de interés de "corto" y "largo" plazo, como los propios valores observados de las mismas tasas, produciéndose un predominio de las tasas "cortas" sobre las "largas".

En segundo lugar, cuando la inflación se estabilizó dentro de cierto rango para el período 1977-1980, la fuerte restricción impuesta al sector financiero institucional por la política monetaria, como respuesta al gran incremento en las reservas internacionales, determinó una aguda escasez de recursos, la cual, desde el punto de vista del plazo, se hizo más aguda para los plazos menores de acuerdo con la normatividad que se puso en vigencia.

Ante una demanda que crecía a niveles superiores a los que podía hacerlo la oferta por sus limitaciones frente al manejo monetario, las tasas de interés se fueron elevando, especialmente a partir de 1977, para ajustar este exceso de demanda cada vez mayor en 1978-1979.

En tales condiciones, el florecimiento del mercado extrabancario no se hizo esperar dado, el cierre de los canales institucionales, pues, los niveles de la actividad económica no podían paralizarse, o de otro modo, los significativos incrementos logrados en esos años en el producto, ingreso y empleo, no se habrían alcanzado.

¿Qué implicaciones tiene este mayor incremento en los costos financieros relativos a los otros costos de producción con respecto al comportamiento de la producción y el empleo?

La teoría usualmente ha dicho que un incremento en los costos financieros afecta sólo la demanda agregada, con lo que, asumiendo mercados competitivos, se producirá un cambio en los precios relativos de los diferentes componentes de costos, lo que en definitiva, no afectará el nivel general de precios y, por tanto, la inflación. Por otra parte, al no afectarse la oferta agregada, tampoco habrá efectos sobre la producción y empleo.

Sin embargo, cuando los mercados no son competitivos, y en condiciones oligopólicas, los mayores costos financieros se trasladan a los precios de los productos, con lo cual los mayores costos de producción para los empresarios, vía los costos financieros, simplemente se trasladan a los consumidores. De esta forma, la rigidez del sistema de precios impide el ajuste en los precios relativos elevándose, por consiguiente, el nivel general de precios y en tal sentido la inflación. No puede, entonces, sostenerse que incrementos significativos en los costos financieros no puedan ser inflacionarios en el corto plazo.

3.3. La actividad económica general como determinante del desarrollo del sector financiero

Entre los factores económicos que inciden sobre el desarrollo del sector financiero se distingue un tipo de "factores inducidos" que están relacionados con una respuesta directa de dicho sector a la dinámica intrínseca de la economía, entendida ésta como el conjunto de variables no determinada directamente por la acción de la política económica, sino más bien por fuerzas objetivas de la economía.

Los principales aspectos de la economía colombiana principalmente en la década de los años 70, que han incidido en esta dirección, han sido: la agudización del proceso inflacionario, el auge del sector externo y las demandas de crédito del sector manufacturero ^{6/}.

El proceso inflacionario ha devenido en una mayor liquidez para la economía y, por lo tanto, en mayores recursos para el sector financiero. Además, ha aumentado la velocidad de circulación del dinero y ha hecho que el precio relativo de los servicios financie-

^{6/} Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge. Op.cit., pp.176-181

ros le sea favorable al sector. En particular, el sistema bancario se ha beneficiado con el impuesto de inflación al mantener recursos sin costo financiero con una tasa elevada de inflación en la economía.

El sector externo, tuvo un gran auge por la bonanza cafetera y otros productos exportables de la economía subterránea, lo cual originó un vertiginoso crecimiento de las reservas internacionales; ésto fortaleció al sector financiero. De un lado, se aumentaron las transacciones externas, lo que hizo crecer la demanda por servicios financieros para el comercio exterior, especialmente la financiación de importaciones y el crédito a los exportadores a través del sistema bancario. De otro lado, el fuerte crecimiento de las reservas internacionales constituyó un crecimiento de ingresos extraordinarios del sector privado y un exceso de liquidez que es canalizado en gran parte mediante una mayor demanda por activos financieros de gran liquidez. Se aumenta también la demanda por crédito interno, especialmente del crédito bancario.

El sector manufacturero ha venido impulsando una política de financiación mediante fuentes externas, principalmente vía endeudamiento y en contra del uso de fuentes internas de capitalización. Ello ha producido un rápido crecimiento en la demanda por crédito

to al sector financiero.

Los factores económicos que impulsaron de una manera inducida el crecimiento del sector financiero, al mismo tiempo introducen una mayor competitividad y exigencia de mayor eficiencia entre los intermediarios financieros, sobre todo cuando éstos deben abrirse a la prestación de servicios con y en el exterior del país. Resulta también un desarrollo desigual de los intermediarios especialmente de la banca, según el mayor o menor grado de apertura a estos nuevos procesos.

3.4. La importancia de la política económica: autonomía o respuesta?

3.4.1. Remoción de obstáculos para un mayor desarrollo financiero

- Se intenta acercar el nivel de tasas de interés institucionales cada vez más hacia los niveles de un mercado libre de dinero.
- Se trata de implementar una mayor diferenciación de los mecanismos de política monetaria y los de la política crediticia sin eliminar el crédito de fomento para ciertos sectores

productivos.

- Se da una mayor cobertura del mercado financiero institucional con respecto a los recursos totales.

3.4.2. Margen de autonomía de la política para el desarrollo del sector

- La creación del UPAC contribuyó notablemente al crecimiento del ahorro financiero y tuvo efectos multiplicadores sobre los otros sectores económicos.
- La reglamentación de los CDT tiene también un gran impacto sobre el crecimiento del ahorro financiero.
- A partir de la reforma financiera del 74 las tasas de interés se convierten en instrumento impulsor del desarrollo del sector financiero. Sin embargo, no puede afirmarse que el crecimiento del sector por esta vía se ha traducido en la misma proporción en financiamiento del crecimiento de los sectores productivos por cuanto su monto elevado de recursos ha tenido como finalidad la restricción monetaria y otro

se ha destinado a operaciones financieras especulativas.

Se puede concluir que la política económica mantuvo un alto grado de autonomía para influir el desarrollo del sector financiero al determinar en gran parte las modalidades de la intermediación financiera, el monto de recursos captados y el tipo de activos financieros en el mercado.

No obstante, la política económica específica -particularmente en el segundo lustro de la década de los 70- mantuvo una franca contradicción entre los objetivos e instrumentos de la política monetaria y la financiera. De un lado, la política monetaria se maneja con criterio inmediatista para hacer frente a una conjuntura específica de la economía y con el objetivo central de control en la oferta monetaria; de otro lado, la política financiera se maneja con el criterio de subir gradualmente las tasas de interés. Surge así el conflicto entre la "liberación financiera" de tasas de interés y el "amarre financiero" que como resultado produce la política monetaria al restringir el crédito.

Resultan así dos situaciones que, si bien no impiden el desarrollo financiero mencionado, obstaculizan sus

efectos sobre los sectores productivos:

- Los efectos esperados de financiación del sector productivo con el desarrollo de la intermediación financiera se reducen notablemente en el mediano y largo plazo por el manejo de una política de corto plazo,
- La participación del Estado en el mercado de capitales siembra confusión sobre si su acción está o no propiciando la financiación adecuada de los sectores productivos y, por ende, su desarrollo.

Dado lo anterior, no es tan claro la existencia de una permanente autonomía de la política económica en incidir sobre el desarrollo económico, vía desarrollo financiero. (Excepción del UPAC y el impulso al sector de la construcción).

A modo de síntesis, puede afirmarse que el indiscutible desarrollo financiero de la década del 70, no produjo los efectos esperados en términos de desarrollo económico. A ello han contribuido tanto la acción del Estado con la política implementada y su modo de participación en el mercado financiero, como los intereses de los grupos económicos.

4. EL MERCADO FINANCIERO Y LA ACTIVIDAD ECONOMICA

4. EL MERCADO FINANCIERO Y LA ACTIVIDAD ECONOMICA

4.1. Aspectos generales del mercado financiero

El mercado financiero incluye el Mercado Monetario y el Mercado de Capitales, así como la Bolsa de Valores. Comprende por tanto la oferta y demanda de fondos y valores de toda clase: corto, mediano y largo plazo. Además, comprende asimismo, las operaciones que se hacen fuera de las instituciones financieras; es decir, que el mercado financiero se puede llevar a cabo a través del sistema financiero o de instituciones no financieras, con operaciones dentro del mercado de capitales tales como Sociedades Anónimas, las Sociedades Limitadas, algunas instituciones del gobierno, etc.

Hacer una diferencia entre prestar y tomar dinero prestado a corto plazo, a través de intermediarios financieros, constituye a grosso modo el Mercado Monetario. Por otra parte, los recursos financieros capta-

dos y prestados a largo plazo, constituyen en esencia un Mercado de Capitales. En la práctica, no se incluye dentro del Mercado de Capitales la Bolsa de Valores por cuanto en ella se transan papeles y obligaciones de corto plazo que bien pueden formar parte del Mercado Monetario.

El efecto marcado del mercado financiero, y en particular el del Mercado de Capitales, es su progresiva transparencia lo cual se traduce en mayor información en lo concerniente a la oferta y demanda. La mayor transparencia e información no solamente ayuda a los inversores de ese mercado, sino también contribuye más decisivamente al uso efectivo de los recursos económicos de una Nación. De ahí que se necesite una buena organización y diferenciación de estos mercados.

4.2. Consolidación del mercado financiero colombiano

El desarrollo financiero se ha iniciado en todas partes mediante un proceso de monetización de la economía y el surgimiento de instituciones de tipo netamente bancario, es decir, más propias del mercado de dinero que del de capitales.

En el proceso de intermediación financiera, en la

canalización de recursos en la economía de unidades superavitarias a unidades deficitarias, los Bancos son creadores de dinero por la disponibilidad líquida de sus recursos.

Otros tipos de intermediarios como son, en el caso colombiano, las Corporaciones Financieras, las de Ahorro y Vivienda y los Almacenes Generales de Depósito, cumplen también una función de asignación de recursos pero con base en mecanismos distintos de captación, pagan intereses por esos fondos y prestan a los inversionistas a plazos más largos y generalmente a una mayor tasa de interés.

Ordinariamente la oferta de los recursos que se mueven en el Mercado de Dinero, proviene de las entidades de crédito y de las grandes empresas, siendo la parte más significativa las transacciones interbancarias. De hecho, en Colombia durante mucho tiempo el mercado de dinero se componía casi que exclusivamente de este tipo de transacciones a través de las cuales el sistema financiero en su conjunto ajustaba su posición de tesorería para cumplir los requisitos de encaje, cubriendo los defectos de unas entidades con los excesos de otras.

Como consecuencia de las restricciones monetarias,

los excesos de liquidez de Bancos y Corporaciones se hicieron cada vez más esporádicos, con lo cual adquirieron mayor importancia los recursos ofrecidos por el público, bien sea directamente cuando se cuenta con el volumen requerido para este tipo de negociaciones, o bien a través de los intermediarios que reúnen los fondos de pequeños inversionistas quienes no podrían actuar individualmente en el mercado.

Aunque en principio el desarrollo del mercado monetario es positivo para el sistema financiero y permite la ejecución de una política monetaria más flexible, en la práctica pueden presentarse ocasiones en las cuales su efecto no sea tan favorable. Todo depende de los instrumentos que se utilicen en el mercado.

En el caso colombiano la situación es más compleja, pues, en primer lugar, no existe una diferencia nítida entre el mercado monetario y el de capitales. Por esta razón las operaciones del Banco de la República en el mercado monetario no han logrado captar los excesos transitorios de liquidez sino que se han convertido en alternativas de inversión de "mediano plazo" (90 días). En segundo lugar, los cambios cualitativos en la composición del mercado han llevado al predominio de ciertos instrumentos de tal forma que los recursos captados se destinan en buena parte a

conceder nuevos créditos o a cubrir el desencaje producido por el crédito ya otorgado, con la característica particular de que en esta liquidez adicional de la economía no aparece registrada en ninguno de los indicadores tradicionales, pues estas operaciones sólo se contabilizan como cuentas de orden de los intermediarios financieros.

A partir de este breve diagnóstico, se presentará a continuación la significación "desagregada" del mercado financiero colombiano.

4.2.1. Predominio del mercado monetario.

Importancia de la política monetaria

La operación de captar dinero a través de las cuentas corrientes y del otorgamiento de préstamos, principalmente de corto plazo, ha sido considerada como la función que define el sistema bancario en general. De hecho, los Bancos poseen otras secciones distintas a la comercial, pero en su actividad total ésta es la que teóricamente debe tener una mayor participación.

La legislación bancaria persigue, además de regular el funcionamiento del sistema, la estabilidad monetaria y, por tal razón, obliga a los bancos a cumplir

determinados encajes o reservas que deben depositar en el Banco de la República.

En Colombia la Ley 45 de 1923 reglamentó el sistema bancario y determinó las secciones que podían tener los Bancos: la sección comercial, recibe fondos del público en depósito y usa éstos para la concesión de créditos a corto plazo; la sección de ahorros, recibe fondos en depósito por los cuales el Banco paga sus intereses y los destina a préstamos a mediano plazo o a inversiones que se consideren de fomento; la sección fiduciaria, recibe fondos y presta el servicio de colocarlos en inversiones que rinden un interés según encomiendas legalmente aceptadas; la función hipotecaria, que consistía en recibir bienes inmuebles como garantía de los préstamos, fue absorbida posteriormente por el Banco Central Hipotecario.

En la historia de la banca en Colombia el principal papel de financiamiento a corto plazo, como se había concebido, funcionó hasta 1950. Desde esta fecha, los Bancos se orientaron además a los préstamos de mediano y largo plazo. En este cambio tuvo mucho que ver la política económica que buscaba la financiación de importantes sectores productivos para el desarrollo del país. Para tal efecto, se obligó a los Bancos a hacer determinadas inversiones cuyo destino era el

buscado por el gobierno; además, se manejó con criterio selectivo los cupos de redescuento de los Bancos (mecanismo que, como orientador crediticio también es un instrumento de regulación monetaria), y se permitían reducciones del encaje si se efectuaban préstamos de fomento, que en las cuentas de los Balances corresponden a los préstamos a mediano y largo plazo.

Sobre la política monetaria:

El centro de interés en la discusión alrededor del papel de la política monetaria en la orientación de la actividad económica, ha sido la relación que existe entre las variables monetarias y el sector real de la economía.

La comprobación empírica de sus implicaciones ha llevado a considerar la política monetaria como un instrumento eficaz en esa orientación. En la manipulación de las variables monetarias, el sistema bancario ocupa un lugar central en particular por ser creador de dinero.

Uno de los principales objetivos de la política monetaria es el control de los medios de pago por su relación con el comportamiento de los precios. Otro,

es el que se relaciona con el desarrollo de determinados sectores productivos. Para tal efecto, las autoridades pretenden orientar el crédito según diversos mecanismos, de los cuales se destacan actualmente las políticas de redescuento. Existe una discusión entre los que consideran que estas políticas son reguladoras monetarias u orientadoras del crédito; sin embargo, ambas posiciones reconocen su uso para fines de control de los medios de pago.

4.2.1.1. Los encajes bancarios: Antes de la reforma financiera de 1974, el manejo monetario se realizó a través de la intervención en la expansión primaria, pues se otorgaba mayor importancia al suministro de financiación de los sectores productivos que a la contracción monetaria.

La reforma:

Tratando de acomodar el crecimiento de los medios de pago al crecimiento económico, y en particular, queriendo contrarrestar la baja de reservas, la política monetaria se orientó más bien a lograr el crecimiento de los medios de pago a través de la manipulación de la expansión secundaria, es decir, se orientó a efectuar el multiplicador mediante la disminución de los requisitos de encaje. La orientación de la políti-

ca además de dar un empuje mayor a la intermediación financiera lograba una mejor asignación de los recursos, objetivo que debía cumplirse según los supuestos de la determinación de las tasas de interés por el mercado libre.

La contrarreforma:

El cambio en el mercado externo limitó los objetivos de la política económica; la bonanza cafetera aumentó el nivel de las reservas del país por lo que se optó por una política contraccionista opuesta a los objetivos que se había planteado inicialmente la reforma financiera; los instrumentos contraccionistas afectaban al multiplicador -aumento de los encajes- pero se redujo considerablemente la captación del ahorro público, además porque entró en vigencia el sistema de los certificados de cambio, que ofrecían una alta rentabilidad.

4.2.1.2. Las inversiones forzosas: Este sistema ha sido diseñado para orientar el crédito hacia algunos sectores económicos que el gobierno cree de importancia para el desarrollo del país. Entra en plena vigencia cuando la concepción de la intervención del Banco Central pasa a ser la de que tiene el oficio de regulador del crédito

antes que de regulador de la cantidad de dinero en circulación ^{1/}. En un primer momento se limitaron estas inversiones, pero mientras duró la política contraccionista a través de los encajes, se situaron en un determinado nivel sobre los Balances.

La colocación de las inversiones forzosas se hace directamente debido a la baja rentabilidad de casi todos los valores que las integran; en consecuencia, no han contribuido a fortalecer el mercado de capitales y, por el contrario, han obstaculizado su desarrollo inmovilizando apreciables recursos y han engendrado fuertes distorsiones y disparidades en la política monetaria impidiendo, además, la formación de un mercado eficiente para los títulos de deuda pública y, por ende, el funcionamiento adecuado del mercado monetario.

4.2.1.3. Participación de los Bancos de Depósito en el mercado y Ahorro Financiero:

Los bancos que participan en el mercado de cuentas corrientes cumplen en el sistema económico la doble función de proveer los medios para el manejo de buena parte del mecanismo de pagos y servir como intermediarios financieros.

^{1/} Hernández, A. (Citado por Cabrera Galvis, Mauricio en Op.cit. p.104).

Desde hace ya muchos años se ha puesto de presente que estas dos funciones pueden llegar a ser incompatibles y de allí las propuestas de Currie, Simons y más recientemente Friedman para que existan encajes medios del cien por ciento sobre los depósitos en cuenta corriente ^{2/}.

Sin que la propuesta haya sido adoptada en ningún país -hasta donde se tenga conocimiento-, las consideraciones que la sustentan han determinado que en general el sistema bancario de depósitos haya sido controlado más para que cumpla la primera de dichas funciones que la segunda, lo cual debe tender, según las tesis de Gurley y Shaw, a inhibir su carácter de intermediarios ^{3/}.

Sin embargo, el caso colombiano parece ser, a este respecto, ambivalente ya que si se mira el problema en cuanto a la participación de los Bancos en los activos financieros del mercado institucional (Cuadro 4.3), estos intermediarios ciertamente han perdido importancia, lo cual no es el caso cuando se mira la porción del ahorro financiero que ellos manejan (Cua-

^{2/} Currie, Simons y Friedman. (Citados por Cabrera Galvis, Mauricio en Inflación y Política Económica, Bogotá, Publicaciones Asobancaria, 1980, p.241).

^{3/} Gurley y Shaw. (Citados por Cabrera, M. en Op.cit. p.241).

CUADRO 4.1
SISTEMA FINANCIERO-ACTIVO TOTAL

AÑO	Bancos Comerciales	Caja Agraria	Sub-total	Banco C. Hipotecario	Corporaciones Financieras	Corporaciones de Ahorro y Vivienda	Total	%
1950	934	247	1,181	186			1,367	86.4
1951	1,102	277	1,379	212			1,591	86.7
1952	1,305	332	1,637	261			1,898	86.2
1953	1,514	369	1,883	321			2,204	85.4
1954	2,128	560	2,688	381			3,069	87.6
1955	2,594	866	3,460	423			3,883	89.1
1956	3,491	1,045	4,536	518			5,054	89.7
1957	3,796	1,053	4,849	654			5,503	88.1
1958	3,972	1,264	5,236	764			6,000	87.3
1959	4,298	1,456	5,758	904			6,660	86.4
1960	4,959	1,670	6,669	1,022			7,691	86.7
1961	5,498	1,899	7,397	1,136			8,533	88.1
1962	8,593	2,134	10,727	1,248			11,975	89.6
1963	9,473	2,717	12,190	1,409			13,599	89.6
1964	13,962	2,983	16,935	1,687	1,128		19,760	85.8
1965	16,053	3,228	19,281	1,846	1,524		22,651	85.1
1966	17,737	3,711	21,448	2,119	1,705		25,272	84.9
1967	19,731	4,506	24,237	2,516	1,831		28,584	84.8
1968	23,360	5,534	28,894	3,890	4,806		37,590	76.9
1969	28,588	6,693	35,281	5,658	5,983		46,922	75.2
1970	31,209	7,564	38,773	7,649	8,891		55,313	70.1
1971	38,865	8,640	47,505	10,603	11,242		69,350	68.5
1972	44,417	10,292	54,709	13,114	13,919		81,742	66.9
1973	58,443	12,272	70,715	12,235	15,894	5,214	104,058	68.0
1974	86,187	15,082	101,279	13,194	19,407	11,270	145,150	69.8
1975	105,207	17,437	122,644	18,031	24,512	16,966	182,153	67.3
1976	136,076	21,731	157,807	21,433	31,934	24,234	235,408	67.0
1977	174,160	27,325	201,485	24,977	44,997	34,140	305,599	65.9
1978	219,413	32,648	252,061	31,099	63,023	51,572	397,755	63.4

Fuente: Asobancario, Banco de la Republica.

CUADRO 4.2
PARTICIPACION PORCENTUAL DE LOS BANCOS DE DEPOSITO
EN LOS ACTIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Periodo	Promedio del Periodo
1950-1954	86.5
1955-1959	88.1
1960-1964	88.0
1965-1969	81.4
1970-1974	68.7
1975	67.3
1976	67.0
1977	65.9
1978	63.4
1975-1978	65.9

Fuente: Cuadro N° 4.1

CUADRO 4.3
PARTICIPACION EN EL AHORRO FINANCIERO NETO

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1) BANCOS									
a. Ahorro	2.167	3.216	4.468	5.594	7.369	10.342	15.163	22.678	32.498
b. C. D. T.	104	63	63	2.681	5.240	9.223	12.790	16.170	13.576
c. Sub-total	2.271	3.279	4.531	8.275	12.609	19.565	27.953	38.848	46.074
2) CAJA AGRARIA									
a. Ahorro	1.981	2.615	3.506	4.029	4.920	6.575	9.015	10.975	
3) TOTAL BCOS DE DEPOSITO	4.252	5.894	8.037	12.304	17.529	26.140	36.968	49.823	
4) CORPORACIONES FINANC.									
a. C. D. T.	58	81	169	229	655	3.662	8.761	15.645	13.315
b. Bonos	180	319	445	443	441	471	522	635	850
c. Sub-total	238	400	614	672	1.096	4.133	9.283	16.280	14.165
5) CAV (UPAC)			4.597	8.279	13.599	20.591	24.500	34.955	51.346
6) CEDULAS B. C. H.	4.163	4.831	4.026	4.019	3.650	3.562	3.618	3.634	2.951
7) BONOS DE DESARROLLO	527	829	1.928	2.891	2.629	3.106	2.859	2.386	1.935
8) CAT	712	868	987	1.867	949	620	514	728	956
9) PAS									
10) TAC						1.154	3.324	3.350	2.457
11) BONOS CAFETEROS						1.217	2.093	3.716	3.161
12) CIAS. FINAN. CIAL					3.324	3.444	6.065	8.101	9.743
TOTAL GENERAL	9.942	12.822	20.189	30.032	43.298	64.485	89.400	122.973	

Fuente: Revista Banco y Finanzas (Varios números)

dro 4.4].

En los Cuadros (4.1 y 4.5) se observa, principalmente en la década de los 70, que el promedio de su cuota descendió bruscamente con respecto al promedio de los cuatro quinquenios inmediatamente anteriores. La caída se acentúa a partir de 1973 por la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y si bien es cierto que los bancos de depósito recuperaron parte del mercado financiero institucional, el coeficiente empezó a declinar -aunque con menor fuerza- a partir de 1975. Ni la diversificación de instrumentos ni el surgimiento de nuevas instituciones han afectado la proporción del ahorro financiero neto que canalizan los bancos de depósito, antes por el contrario, cuando se excluye la Caja Agraria, su cuota se acrecienta ligeramente (Cuadro 4.3).

Por otra parte, el comportamiento de los intermediarios financieros particulares en el total de fuentes y en el financiamiento al sector productivo y comercial, indica que los bancos comerciales mantienen una alta participación aunque decreciente; igual cosa ocurre en el financiamiento al sector productivo y comercial, (los bancos como intermediarios financieros monetarios bajan su participación en el total de fuentes de recursos y en cuanto intermediarios

CUADRO 4.4
PARTICIPACION DE LOS BANCOS COMERCIALES Y LA CAJA AGRARIA
EN LA CAPTACION DE AHORRO FINANCIERO NETO
(Cifras Porcentuales)

AÑO	Bancos Comerciales	Caja Agraria	Total Bancos de Depósito
1971	22.9	19.6	42.8
1972	25.6	20.4	46.0
1973	22.4	17.4	39.8
1974	27.6	13.4	41.0
1975	29.1	11.4	40.5
1976	30.3	10.2	40.5
1977	31.3	10.1	41.1
1978	31.6	8.9	40.5

CUADRO 4.5
PARTICIPACION SECTORIAL EN LOS ACTIVOS TOTALES
(Millones)

	1960		1965		1970		1975		1978	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Bancos comerciales	4.999	64.8	16.078	70.8	31.209	56.4	105.207	57.7	219.412	53.4
Corporaciones Financieras	-	-	1.558	7.0	8.892	16.1	24.512	13.4	63.023	15.3
Banco Central Hipotecario	1.021	13.2	1.821	8.0	7.500	13.5	18.031	9.8	31.099	7.6
Corp. de Ahorro y Vivienda	-	-	-0-	-	-	-	16.966	9.5	51.572	12.6
Ciars. de Financiam. Comerc.	-	-	-	-	-	-	-	-	10.576	2.6
Caja Agraria	1670	21.7	3.228	14.2	7.648	13.8	17.437	9.6	33.478	8.2
Caja Social de Ahorros	25	-	-	-	98	0.2	-	-	1.406	0.3
Sociedades Fiduciarias	-	0.3	-	-	-	-	-	-	35	-
TOTAL	7.715	100.0	22.685	100.0	55.347	100.0	182.153	100.0	410.601	100.0

Fuente: Asobancaria y Revista Superintendencia Bancaria.

financieros no monetarios y de fomento aumentan su participación al crecer el monto de cuasi-dineros que captan, pese a la sustitución entre recursos sin costo financiero y con costo financiero; los bancos comerciales ocupan el primer lugar en cada una de las funciones de captación de recursos-fuentes, exceptuando los recursos nacionales con costo financiero, en los cuales las CAV ocupan el primer lugar).

4.2.2. Evidencia de un mercado fragmentado de capitales. La desintermediación financiera

Se dice que una economía es "fragmentada" en el sentido de que las empresas y las unidades familiares se encuentran tan aisladas que han de afrontar diferentes precios efectivos para la tierra, mano de obra, capital y productos, y no tienen acceso a las mismas tecnologías.

Entonces, las autoridades no pueden presumir que el sector privado vaya a disponer de oportunidades de inversión socialmente rentables, ya que los precios prevalecientes no tienen que reflejar necesariamente una auténtica escasez económica, al menos, no para considerables segmentos de la población.

Una fragmentación sustancial en los mercados de la tierra, el trabajo y el capital suministran inicialmente la motivación para que las autoridades públicas "hagan algo", y continúa siendo un apremio para que los gobiernos intervengan. De suerte que una política explícita tendiente a mejorar el funcionamiento de los mercados de factores constituye una necesidad para persuadir a las autoridades a que dejen de intervenir en los mercados de productos.

Prescindiendo del criterio neoclásico de tratar el trabajo, la tierra y el capital, simétricamente como factores primarios, Mc Kinnon ^{4/}, plantea la hipótesis de que la fragmentación del mercado de capitales -endémica en los países en desarrollo carentes de una política oficial bien meditada- genera el uso inadecuado del trabajo y la tierra, elimina el desarrollo empresarial y condena a sectores importantes de la economía a inferiores niveles tecnológicos. Por eso, una adecuada política en el mercado interno de capitales es fundamental para la liberalización generalizada y, en particular, para retirar de los mercados de productos las intervenciones públicas impru-

^{4/} Mc Kinnon, Ronald. Dinero y Capital en el Desarrollo Económico. México, Edit. CEMLA, 1974, pp. 21-28.

dentes.

En Colombia, a partir de la Reforma Financiera de 1974 comienza a abrirse paso dentro de la política económica, tanto la concepción de Mc Kinnon, como la implementación práctica de que las tasas de interés son un instrumento impulsor del desarrollo del sector financiero y, por ende, de los sectores productivos.

Se suben paulatinamente las tasas de interés con el fin de racionar el uso del crédito y con ello se supone que los sectores productivos hagan un uso más eficiente del mismo. Sin embargo, se mantiene al mismo tiempo un mercado de crédito de fomento junto con el de altas tasas de interés.

Resulta así, en opinión de Luis J. Zuleta y Jorge Valencia ^{5/}, un mercado fragmentado de capitales con crédito caro y barato para actividades diferentes.

Pese a la mencionada fragmentación del mercado de capitales, el auge del crédito de fomento a través de los recursos de los Fondos Financieros constituye un

^{5/} Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge. Op.cit.p.179

factor favorable en pro del crecimiento de la intermediación financiera a través del Sistema Bancario y las Corporaciones Financieras.

Sin duda alguna, las altas tasas de interés han contribuido al auge de las transacciones del sector financiero y, en particular, al crecimiento del ahorro financiero; en ese sentido su elevación mediante medidas de política produjo un crecimiento del sector.

Sin embargo, no puede afirmarse que el crecimiento del sector financiero por esta vía se ha traducido en la misma proporción en financiamiento del crecimiento de los sectores productivos por cuanto su monto elevado de recursos ha tenido como finalidad la restricción monetaria y las operaciones financieras especulativas, factores que desestimulan la intermediación financiera en sentido estricto.

En efecto, la captación de recursos a través de los títulos de participación y de los Certificados de Cambio, se ha constituido en un factor de "desintermediación" por cuanto restringe la financiación de la actividad productiva. Además, las transacciones especulativas con activos financieros tienen el mismo efecto.

La economía colombiana ha vivido en los últimos años una situación paradójica en la cual coexisten un exceso de liquidez y una deficiencia de crédito institucional originados, el primero, en los excelentes resultados de la Balanza de Pagos y, la segunda, en las drásticas restricciones impuestas para compensar la expansión monetaria correspondiente.

En 1979 la situación llegó a extremos preocupantes pues mientras las reservas internacionales aumentaron en US\$1.625 millones, el crédito de los Bancos se redujo en 8,0 por ciento y el de las Corporaciones Financieras Privadas en 25,0 por ciento a la vez que el ahorro captado por estos dos tipos de instituciones a través de los CDT descendió en 35,0 por ciento y 33,0 por ciento, respectivamente.

Estos indicadores son característicos de un proceso de "desintermediación" financiera en el cual los excesos de liquidez no se reflejan en un aumento proporcional del ahorro institucional ya que los poseedores de dicha liquidez prefieren los canales de intermediación no institucionales que, por no estar sujetos a limitaciones ni a controles de tipo tributario, pueden ofrecer rendimientos superiores; el resultado del proceso es la pérdida de importancia relativa del sistema financiero frente al mercado

extrabancario en la labor de canalizar recursos hacia los sectores productivos,

Las causas de todo proceso de desintermediación son múltiples y en extremo complejas. En el caso colombiano contribuyeron de manera especial las restricciones al crédito ordinario de los bancos -particularmente la prolongada vigencia del encaje marginal- y los topes impuestos a las tasas de interés de Bancos y Corporaciones. La existencia del primer factor obliga a los demandantes de crédito a desplazarse hacia el mercado extrabancario por la imposibilidad de satisfacer sus necesidades crediticias en los intermediarios institucionales.

Como consecuencia, las tasas de interés del mercado extrabancario se elevan ofreciendo así atractivos adicionales a los ahorradores quienes también se desplazan hacia este mercado para eludir los topes y los controles tributarios del sector institucional,

De esta manera, la desproporcionada diferencia existente entre los rendimientos de los activos de este sector y los vigentes en el mercado no controlado, contribuyen a desplazar nuevos recursos, lo cual disminuye aún más las posibilidades del sistema de res-

ponder a la demanda de crédito y se repite y profundiza todo el proceso.

Por supuesto, la actitud de los intermediarios financieros no podía ser pasiva: respondieron mediante la introducción de innovaciones que les permitieron sobrevivir y desarrollarse en medio de restricciones tan severas y frente a la competencia desleal del mercado no vigilado.

Por ésto, y ante el desarrollo del mercado de capitales y la persistencia de la situación inflacionaria, se ha acrecentado la conciencia del costo que representa dineros en activos no rentables.

Los inversionistas sofisticados y especialmente las grandes compañías -que son las que disponen de cuantiosos excesos transitorios de liquidez- acudieron también al mercado en busca de alternativas que les produjeran rendimientos y liquidez inmediata.

La forma en que se han conjugado estas circunstancias, ha determinado que el fortalecimiento del mercado monetario, hecho importante desde el punto de vista de la evolución financiera del país, tenga repercusiones no tan positivas sobre la estructura del

sistema financiero.

4.2.3. Pérdida de vigor del Mercado Bursátil.

Depreciación del Valor de Mercado de las Empresas

El mercado de acciones:

Para Mauricio Cabrera Galvis ^{6/}:

Las cifras del mercado de acciones no son tan positivas; en el año 1974 teníamos una emisión de acciones del orden de \$767 millones, 7,5% del ahorro financiero. En el año 1980 aunque la colocación de acciones subió muchísimo, \$4.500 millones, en términos reales el crecimiento fue muy pequeño, entre 8,0% y 10,0% y su participación dentro del ahorro financiero disminuyó a 4,0%.

Se hace referencia exclusivamente a la emisión de acciones, al mercado primario de acciones, puesto que es muy claro que en el mercado secundario no se sabe a ciencia cierta si se está produciendo ahorro o simple transferencia. Es imposible seguir los flujos de dinero y saber el vendedor de una acción, a qué va a dedicar los dineros que ha recibido; si los dedica a comprar nuevas acciones emitidas ya estarán contabilizadas en la emisión primaria y si las dedica a algún activo financiero estarán contabilizadas en ello. Por eso, únicamente tenemos que fijarnos en las cifras de la emisión primaria de acciones.

¿Por qué si Colombia había sido uno de los países precursores en la capitalización de las empresas a través de la sociedad anónima esta actividad ha decrecido tanto en una época en la cual se

^{6/} Cabrera G., Mauricio. Op.cit. pp.155-158

pensaba que el desarrollo del mercado de capitales iba a ir distribuido similarmente hacia todos los sectores y hacia todos los canales? En parte es claro que las acciones nunca han pertenecido al tipo de "papeles estrella".

Las acciones por definición, son activos de menor liquidez y mayor riesgo que los activos financieros que hoy se transan en el mercado y deberían tener una rentabilidad casi infinita para que fueran preferidas, desde el punto de vista de los inversionistas, a los demás papeles financieros.

Hace poco, en un foro sobre las sociedades anónimas en Medellín, se planteaba: El problema de las acciones es que los inversionistas no las compran por la tributación lo que hace que no sean atractivas; allí, se demostró claramente que el problema de la doble tributación no era la causa de la falta de mercado accionario. El problema serio es que los demás activos financieros tienen posibilidad de evadir y la acción no. Entonces el problema no es de tarifas sino de evasión y la alternativa para el Estado es muy simple: o acepta la evasión y permite que las acciones también evadan o hace más estricta la administración tributaria y trata de controlar la evasión.

¿Dónde está el problema entonces? Creemos que el problema del mercado de acciones es básicamente un problema de oferta. No hay mercado de acciones porque las empresas no están interesadas en financiarse a través de acciones. Debemos tener en cuenta que de los \$4.500 millones de acciones que se emitieron en 1980 aproximadamente unos \$2.600 millones fueron acciones emitidas por intermediarios financieros, Bancos y Corporaciones Financieras, que tienen que emitirlos por fuerza de ley.

Estas entidades deben mantener una relación de capital a pasivos con el público de 1 a 10, lo cual les restringe totalmente su crecimiento si no se capitaliza. Es decir, si descontamos esta emisión de acciones de los intermediarios financieros, la otra no vale absolutamente nada. Esa sí participa con el 1.5% sobre el ahorro financiero.

¿Por qué es un problema de oferta? ¿Por qué las empresas no quieren financiarse con emisión de acciones? Por varias razones: en primer lugar, porque es más costoso financiarse con acciones que con deuda. La razón es muy sencilla, los intereses

del crédito así sean más altos, 36 ó 40%, son deducibles como costos para efectos de impuestos mientras que los dividendos pagados no lo son. Este hecho tributario marca una diferencia clarísima: es más costoso.

En segundo lugar, el hecho de financiarse por crédito aumenta inmediata y automáticamente el valor patrimonial de la empresa sin necesidad de inmovilizar un solo peso de capital. Esto quiere decir que la empresa está creciendo sin necesidad de que los socios congelen sus fondos, lo cual, y, es la tercera razón, en un mercado altamente concentrado de grupos financieros y de lucha por el control de las sociedades es importantísimo; nadie está dispuesto a sacrificar sus fondos a controlar nuevas empresas, sobre todo si además de tener la empresa, también tiene el Banco, la Corporación y puede y tiene acceso directo y automático al crédito.

Esto, entonces, es la tercera razón que viene muy ligada con la cuarta porque la emisión de acciones, si no se está dispuesto a congelar fondos significa el riesgo de perder el control de la empresa, es decir, son cuatro hechos estructurales de la Sociedad Anónima en Colombia que no demuestran sino explican por qué las empresas con grandes Sociedades Anónimas no están interesadas en financiarse por medio de acciones.

Se dirá entonces que no están queriendo acudir al gran público, al pequeño accionista. Lo que pasa es que el pequeño accionista no tiene participación en las empresas y si tiene una participación importante, no tiene ningún control. Entonces es claro que el problema de la emisión de acciones es un problema de oferta.

El otro punto es que la crisis de inversiones no es solamente de la Sociedad Anónima. No se puede caer en el error de pensar sólo que la Sociedad Anónima está en crisis y que existe una gran cantidad de formas diferentes, Sociedades Limitadas, Sociedades en Comandita, etc., que sí están creciendo.

Las cifras de la Cámara de Comercio muestran que la tasa de crecimiento de la inversión de las distintas formas de Sociedades, es igual y, que incluso, la de las Sociedades Anónimas puede ser un poco mayor que la de las otras Sociedades por efectos de la emisión de los intermediarios financieros.

Analizar ésto, el fenómeno de la crisis de la inversión productiva, es un tema demasiado extenso. Aquí sólo se ha querido soslayar el problema con el ánimo de significar el papel del mercado financiero, y en particular el de capitales, en su contribución al impulso autónomo de la economía hacia un mayor desarrollo, lo cual cae dentro de los lineamientos descritos en el segundo objetivo que venimos desarrollando.

5. EL SECTOR FINANCIERO COMO MOTOR DEL
CRECIMIENTO ECONOMICO

5. EL SECTOR FINANCIERO COMO MOTOR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO

5.1. Discusión previa

La primera condición para el desarrollo de un sector financiero consiste en que la economía no sea de trueque o de subsistencia. Es decir, para pensar siquiera en la existencia de un sector financiero, es necesario que el dinero haya sido introducido en la Sociedad como medio de cambio.

La monetización consiste, pues, en el uso generalizado del dinero y constituye la primera etapa de desarrollo financiero.

La monetización es el comienzo de un proceso de ampliación del sector financiero a todas las actividades económicas y constituye apenas una etapa inicial. El proceso de intermediación financiera es una etapa más avanzada del desarrollo financiero y supone ya la existencia de una economía monetizada.

Goldsmith ^{1/}, presenta, además de la monetización de la economía, otros factores importantes que se relacionan con el desarrollo financiero, a saber: la tasa de inflación, el proceso de exportación de capitales, la relación importación de capitales a formación interna de capital y la relación ahorro-ingreso.

Para que se avance en el desarrollo financiero de una Sociedad no es suficiente el requisito de la existencia de una economía monetaria que permita el comienzo de una acumulación financiera; es necesario además el desarrollo de la división social del trabajo en los siguientes aspectos:

- La división del trabajo a nivel de la producción. Ello supone mayor intercambio que en una economía monetizada tiene una contrapartida monetaria.
- La división del trabajo entre ahorro e inversión. En este caso, la tasa de acumulación también depende de los mecanismos que transfieren el ahorro hacia la inversión.

^{1/} Goldsmith, Raymond. La Estructura Financiera y el Crecimiento Económico. México, Edit. CEMLA, 1963, pp. 25-81.

- Una mayor especialización en la cantidad y variedad de activos financieros, que va pareja con los avances en el proceso de intermediación financiera.

Se trata, pues, de una interrelación creciente entre el proceso de desarrollo de la economía y el sector financiero, como lo señala la experiencia vivida hasta ahora. De un lado, el desarrollo económico supone acumulación de capital-dinero y, por ende, tiene su influencia sobre el desarrollo del sector financiero. De otro lado, se podría llegar a afirmar que el desarrollo financiero va un poco a la vanguardia en el sentido de que es un elemento que puede propiciar o frenar el desarrollo económico según cree o no las condiciones de fluidez que toda sociedad en desarrollo requiere.

Cabe indicar que las distintas investigaciones realizadas en este campo, revelan que en la mayoría de los países se puede observar cierto paralelismo entre desarrollo económico y desarrollo financiero, siempre que se considere un período relativamente largo.

Conforme aumenta el ingreso real y se acumula la riqueza, la magnitud y complejidad del sistema finan-

ciero también crecen. El desarrollo financiero por sí solo no necesariamente garantiza el crecimiento económico pero la falta de desarrollo financiero puede llegar a estrangular el crecimiento y, en consecuencia, no se puede descuidar este aspecto en el devenir del tiempo.

Pero cabe aquí una pregunta: ¿Puede el sector financiero como tal convertirse en eje del desarrollo económico, en otras palabras, en su sector de punta? La condición necesaria para que el sector financiero contribuya al crecimiento económico consiste en que sus recursos deben ser transferidos a los sectores productivos para la financiación de su formación de capital; evidentemente, el eje de la actividad económica es el sector productivo: sin producción no hay distribución, ni consumo, ni se requiere de financiación.

A partir de las relaciones causales y de retroacción encontradas anteriormente, y considerando que el sector financiero puede tomar papel importante como impulsor del crecimiento económico, se debe orientar la política económica hacia ese objetivo.

Puesto que la política económica es muy amplia en cuanto a los sectores y campos que puede cubrir, la

discusión ya manejada anteriormente, en cuanto a las políticas monetaria y financiera, cae dentro de este contexto. Enfatizamos, entonces, en la concordancia que debe existir entre la fase de crecimiento y desarrollo de una economía y la política monetaria y financiera empleada.

Empecemos por el desarrollo de los mecanismos financieros. Los mecanismos deben diseñarse de tal modo que cumplan el objetivo principal, ésto es, incrementar la acumulación financiera de modo que los ahorros captados de las unidades superavitarias aumentan y se transfieren a las unidades deficitarias.

Ahora bien; para lograr tal objetivo es necesario que la política económica estimule la creación de mecanismos financieros según el grado de desarrollo de la economía, así:

- Estimular la monetización del sector no monetizado en las economías donde éste todavía es importante. Esta no es la situación de Colombia,
- Una vez consolidada una economía monetaria es necesario estimular la creación, tanto de activos financieros sustitutos del dinero, como de nuevos intermediarios financieros especializados.

Los primeros deben convertirse en fuente importante de captación de ahorros, los segundos deben captar ahorro que puede destinarse a usos específicos según la política económica general y la etapa del desarrollo del país.

Esta segunda etapa del desarrollo financiero estará tanto más avanzada cuanto más diversificado esté el mercado de activos financieros. Ello contribuye, además, a que se consolide una mayor diferenciación entre el mercado de dinero que capta y transfiere recursos de gran liquidez y el mercado de capitales que capta y transfiere recursos financieros de mediano y largo plazo.

A propósito, es necesario hacer aquí unas anotaciones sobre la evolución del mercado de capitales en Colombia:

De los años 30 hasta bien avanzada la década de los 60, el corazón del mercado de capitales lo constituían las acciones conjuntamente con los ahorros y las reservas de las Compañías de Seguros. Puede detectarse, por una parte, una insuficiencia de estos recursos para financiar la producción y el comercio pero, por otra, el grado de participación de los recursos vinculados al mercado de capitales, en el total de

financiación del crecimiento económico, es algo muy difícil de cuantificar.

Con relación a la década de los 60, a pesar del dinamismo financiero, el mercado de capitales no se desarrolla suficientemente y, por el contrario, muestra serias deficiencias. En dicho mercado, tanto la captación como el destino de los recursos, debe ser a mediano o largo plazo y su función es contribuir al crecimiento de la economía. Al contrario de lo anterior, el mercado de dinero se utiliza para el mantenimiento de la actividad económica mediante la canalización de recursos para financiar el capital de trabajo en la industria y la venta de bienes a corto plazo.

La diferenciación entre estos dos mercados no se cumple en nuestro medio ni en esta década ni en períodos anteriores. El Banco de la República al igual que los Bancos Comerciales y Corporaciones Financieras, cumplen funciones tanto propias del uno como del otro: en primer lugar, el Banco de la República actúa en el mercado monetario al ofrecer recursos de corto plazo, tanto al sector privado como al sector público y, además, cumple el papel de Banco de Fomento al redescantar obligaciones de mediano y largo plazo, que gozan de bajo interés y representan un riesgo

mayor. En segundo lugar, existen variedad de plazos de la cartera bancaria y diferencias en cuanto a rentabilidad, liquidez y riesgos. Las Corporaciones Financieras participan en ambos mercados, aunque preferencialmente en el de mediano y largo plazo.

Finalmente, cabe preguntarse por la responsabilidad del Estado en la no diferenciación del mercado monetario y el de capitales, pues sus políticas van encaminadas básicamente a intervenir en el primero y a esperar que sea él quien cubra las necesidades de inversión.

Además, en la formación del denominado "Mercado Extrabancario", que hace parte del mercado monetario, ha influido también el Estado, por su creciente intervención en la asignación de los recursos crediticios, en su costo y en la práctica de emisión primaria.

En cuanto a la década del 70, los indicadores presentan la evidencia de un mercado fragmentado de capitales; a este respecto, se hicieron algunas consideraciones anteriormente.

La consolidación del mercado financiero se hace generalmente mediante el ofrecimiento de tasas de interés atractivas sobre el dinero y los activos financie-

ros. Se supone con ello que el ahorro debe tender a aumentar y el consumo a disminuir para los sectores con mayor propensión a ahorrar. La hipótesis básica de este razonamiento consiste en que el alza de las tasas de interés, al encarecer el crédito, conduce a una mayor eficiencia en la inversión productiva.

Por supuesto, tal hipótesis tenderá a no cumplirse en aquellas economías en que las condiciones para la especulación financiera o de otro tipo sean muy favorables. Una economía con un alto grado de concentración de la propiedad industrial puede ser también poco propicia para el cumplimiento total de esta hipótesis. Por tanto, una reforma financiera que corte de raíz la ilusión individual de la rentabilidad y la ganancia, puede responder con una rentabilidad social que elimine esta realidad social de estancamiento y recesión en Colombia.

Pero volviendo sobre el interrogante antes mencionado, es evidente que no hay una respuesta única a esta pregunta. De hecho, acaban de soslayarse otras respuestas que son dignas de estudio en el mediano y largo plazo; ellas se constituyen en problemas que exceden el marco de este trabajo y pasamos a enunciarlos:

Problemas que exceden el marco de este trabajo:

5.1.1. Sector financiero-eje de concentración de capital

Es conocido que la rentabilidad del sector financiero, y en general de las Sociedades Anónimas, no es muy atractiva, y que la mayoría de las empresas chocan con dificultades para capitalizarse en el mercado abierto. En el caso de la inversión en el sector financiero, su principal atractivo no estriba en la expectativa de rentabilidad sino el poder que otorga el control de un establecimiento financiero en razón de los grandes volúmenes de recursos que concentra.

Por consiguiente, no sería sorprendente que con esta medida se estuviera estimulando aún más la concentración del capital.

5.1.2. Sector financiero-eje de actividad especulativa

Ante una demanda que crece a niveles superiores a los que puede hacerlo la oferta por sus limitaciones frente al manejo monetario, las tasas de interés se elevan para ajustar este exceso de demanda

de crédito. En tales condiciones florece un mercado extrabancario, dado el cierre de los canales institucionales, para responder a la necesidad de crédito siendo su tasa de interés tanto mayor cuanto más riesgosa es la empresa que se respalda.

5.1.3. Sector financiero-contribución al desarrollo global

La contrapartida del ahorro financiero es el capital circulante y la contrapartida física de éste son las mercancías en circulación.

Pero si el ahorro financiero tiene por contrapartida un dinero que no se ha convertido en mercancías, y que tampoco se va a convertir, como en el caso de los documentos de Tesorería que recogen circulante, el ahorro inicial D_0 se transforma en D_1 que es igual a D_0 más el interés que devenga. Este interés sale de una transferencia de ingresos de la comunidad en su conjunto a los tenedores de estos documentos de ahorro que se puede surtir por el impuesto de la inflación, o por la destinación de los impuestos que recauda el gobierno al servicio de los intereses de esos documentos.

La fuente de la inflación puede ser la emisión o la devaluación, y de todas maneras ya se financien los intereses de documentos de Tesorería con cargo a la inflación, o con cargo a los ingresos fiscales, lo que ocurre siempre es una transferencia gratuita de ingresos del público a los tenedores de estos documentos cuyo ahorro no se aplica a la inversión sino a la congelación de una demanda que representa un ingreso excedente que la economía desperdicia por su incapacidad de invertirlo productivamente. Aparece aquí la contradicción del capital descubierta por Marx.

Los indicadores globales de las Cuentas Nacionales, no muestran a partir de las Reformas de 1972 y 1974, ningún progreso en el crecimiento del producto ni en una redistribución menos desigual del mismo. De hecho, indican todo lo contrario: disminución relativa del ahorro real a cambio de un incremento del ahorro financiero y crecimiento del capital circulante en diversas y nuevas formas de activos financieros a expensas de una disminución del capital de inversión en los sectores industrial y agrario,

Analizando este crecimiento del capital financiero se nota que sus fuentes principales se alimentan de una disminución del ingreso corriente disponible, o

sea, del consumo de la comunidad, de la desviación de las operaciones de ahorro a largo plazo hacia operaciones de ahorro a corto plazo y de la afluencia buscada y estimulada del capital especulador extranjero a corto plazo en el mercado de capitales colombianos.

El mecanismo clave del desarrollo de esta extraordinaria superestructura financiera, demasiado grande para el pobre, y precario desarrollo real de la estructura económica colombiana, ha sido el aumento de las tasas de captación de ahorro a corto plazo y del margen entre éstas y las tasas de interés para los usuarios.

Tal estrategia ha permitido capitalizar anticipadamente la inflación y multiplicar el margen de utilidad de los intermediarios financieros. El sombrero del dinero ha crecido desmesuradamente sobre el cuerpo enclenque de la economía real.

5.2. Políticas de fomento a los mercados de capitales

5.2.1. Condiciones previas para el desarrollo del mercado de capitales

- Se necesita estar en una economía de mercado

con libre competencia y sin interferencia del gobierno.

- Se requiere un marco legal que incentive y de libertad a las actividades financieras. Además, se requiere la existencia de una ética comercial dentro del campo de las finanzas.
- Se requiere una estabilidad política pues la historia monetaria nos enseña que el ahorro y la formación de capital están en función de ella.
- Es muy importante también que haya una política financiera clara por parte del gobierno y un cierto grado de conocimiento respecto a la inflación futura.

Los riesgos de posibles cambios en el futuro, la inconsistencia en los índices de precios y consecuentemente la incertidumbre en cuanto a la tasa real de inflación, pueden inducir al ahorrador a tomar una actitud de reticencia, de sospecha, y a aumentar su propensión a consumir o a acumular bienes en vez de ahorrar dinero. En cualesquiera de estos casos el mercado de capitales no se puede desarrollar. Además, es necesario una estabilidad monetaria mínima y un clima de confiabilidad para estimular el ahorro interno y la oferta de capital 2/.

2/ Pieschacón, Francisco. Notas sobre el mercado de capitales y descripción del sistema financiero colombiano. Universidad de La Salle, 1983, pp.1-15.

- Es necesario una estructura institucional adecuada, una infraestructura del sistema bancario, regulaciones sobre títulos, bolsas de valores, tipos específicos de intermediarios financieros. Asimismo se requiere que la gente tenga confianza en estas instituciones y que se mantengan informados a los ahorradores.

5.2.2. El papel del mercado de capitales

- Promover la formación de capitales. El crecimiento económico se encuentra dentro de las necesidades básicas de la mayoría de los países. Considerando que no existe crecimiento económico sin inversión, se puede afirmar que la formación de capital, aparte de los recursos externos, constituye uno de los problemas claves. La formación de capital demanda ahorro. Si omitimos las controvertidas opiniones de ahorro ex-ante contra ahorro forzado, podemos centrar el tema en el ahorro voluntario.

No hay duda de que los mercados de capital bien organizados pueden promover tanto una formación de ahorro como la rapidez en el proceso del préstamo. Una alternativa que tiene un individuo, o una Sociedad, es consumir o ahorrar.

En el caso de que se decida a ahorrar, es necesario promover un mecanismo que asegure el retorno justo y seguro del ahorro y nos permita que en el futuro sea más atractivo liberar recursos de consumo para dedicarlos a la inversión.

Un mercado de capitales con buena transparencia puede favorecer esas condiciones. En otras palabras, tasas de interés libres y una demanda por ahorro competitivo, producen alternativas más atractivas al ahorrador que cualquier otra forma.

Cuando el ahorro en mayor escala permite inversiones adicionales, el mercado de capitales permite incentivar la formación de capital y el crecimiento económico.

- Servir de unión entre el ahorro y la inversión. Normalmente, los poseedores del capital tienden a producir individualmente pequeños montos y esperan al mismo tiempo óptimos retornos con un pequeño margen de riesgo y liquidez inmediata. La demanda, por su parte, necesita capital en grandes cantidades bajo condiciones determi-

nadas de largo plazo y el más bajo costo posible del préstamo. El mercado interrelaciona estos dos objetivos contrarios y para que se logre de la mejor forma posible, se debe desarrollar un mercado de capitales que transforme: pequeñas cantidades de dinero en grandes, activos líquidos en inversiones fijas, preferencias de corto plazo con exigencias de largo plazo y riesgos distintos, en una mezcla con los mismos, a escalas diferentes.

- Aumentar la eficacia del capital disponible. Puesto que todo proyecto de inversión compite por el capital disponible, hay un mecanismo de selección automático entre estos proyectos que opera en favor de los más lucrativos. Por tanto, las tasas de interés libres y competitivas tienden a utilizar el capital disponible de la forma más productiva.

Si tenemos que el capital es uno de los recursos más escasos, lograr una mayor eficiencia de este factor es aumentar el crecimiento económico.

Pero bajo las condiciones de un mercado libre, la escasez de capital eleva las tasas de interés a nive-

les muy altos y podría ser comprensible tratar de bajarlos a niveles más bajos que se pudiesen considerar normales desde un punto de vista social,

Desde luego, ésto podría causar un desvío de la posición de equilibrio y provocar una demanda excesiva. Como las situaciones de desequilibrio son propicias para estimular los mercados "negros", se podría llegar a la situación de que el mercado oficial desapareciese.

En lugar de una política laissez-faire, se puede seguir una de tasas de interés controladas de tal manera que se logre evitar los niveles altos y racionalizar así la oferta de capital y de créditos.

Existen otras deficiencias del mercado libre como son que los mercados de capital altamente desarrollados discriminan hacia los grandes negocios en detrimento de los pequeños. Sin duda este mercado favorece empresas bien conocidas, en particular grandes firmas. Una solución a este problema puede ser el establecer mecanismos cooperativos de financiamiento o crear bancos intermediarios especiales.

Otro punto que puede ser discutible se refiere al

criterio de prioridades para las inversiones en países en vías de desarrollo. Puesto que las inversiones lucrativas para los privados pueden no ser útiles para el desarrollo económico, el gobierno puede intervenir para orientar en una u otra forma el mercado de capitales.

De la importancia relievada acerca del papel que debe cumplir el Mercado de Capitales en la economía como respuesta a las demandas de crecimiento y desarrollo, se desprende que este mercado se constituye en el camino por recorrer para reforzar la actual capacidad del sistema financiero de manera que pueda convertirse este sistema en un sector de arrastre captando y movilizand o los recursos que se necesitan -concomitante con la transformación de plazos, magnitudes de capital y riesgos- para el crecimiento económico siempre y cuando esos recursos se transfieran a los sectores productivos para la financiación de su formación de capital; así, el sector financiero garantiza, de un lado, el flujo monetario de la acumulación de capital y, de otro lado, en condiciones ya establecidas, llega a impulsarlo como motor importante.

6. CONCLUSIONES

6. CONCLUSIONES

El desarrollo económico no se ajusta a un proceso de avance constante en el que todas las variables crecen anualmente en el mismo porcentaje. El crecimiento tiene sus detenciones y despegues. La descripción del marco legal en el que ha evolucionado el sistema financiero colombiano no muestra la influencia tan decisiva que tienen las vicisitudes de la política monetaria para su desarrollo. Los objetivos buscados por el gobierno y los distintos medios implementados dentro del marco de diferentes planes de desarrollo, han hecho oscilar a los intermediarios financieros entre Bancos de Fomento para impulsar el crecimiento industrial del país y "mantenedores" de la actividad económica, en tanto el gobierno no ha diferenciado con claridad el mercado monetario y el de capitales, pues sus políticas han sido encaminadas básicamente a intervenir en el primero y a esperar que sea él quien cubra las necesidades de inversión.

Esta situación ha provocado distorsiones en el mercado financiero -predominio del Mercado Monetario, como resulta-

do de la importancia concedida a la política monetaria; evidencia de un mercado fragmentado de capitales, con la consiguiente "desintermediación" financiera y pérdida de vigor del Mercado Bursátil, con la depreciación del valor de mercado de las empresas- y en el sistema institucional, así como en la orientación del ahorro y en la utilización de los factores productivos del país, con lo cual, no se han producido los efectos esperados en términos de desarrollo económico. A ello han contribuido tanto la acción del Estado con la política implementada -la cual no legitima una permanente autonomía para incidir sobre el desarrollo económico, vía desarrollo financiero- y su modo de participación en el mercado financiero, como los intereses de los grupos económicos -para los cuales la ilusión individual de la rentabilidad y de la ganancia es demasiado importante, así la respuesta sea una realidad social de estancamiento y recesión-

Estamos de nuevo frente a un plan de desarrollo que prevé una cuidadosa coordinación de las diferentes políticas macroeconómicas con miras a recuperar el perdido dinamismo de la economía colombiana y consolidar el proceso de desarrollo. En él, el reordenamiento del sector financiero, se ha dicho, es indispensable como condición previa para el éxito del proceso de reactivación de la economía. De nuevo, surge en esta dinámica la interrelación desarrollo

financiero-crecimiento económico. Pero, el debate acerca de si la intermediación y el desarrollo financieros "siguen a la demanda" o van "delante de la oferta" es relativamente secundario con respecto a la cuestión de si Colombia tiene la percepción, habilidad y visión económicas necesarias para adoptar políticas acertadas y realistas que se enmarcan dentro de una concepción de rentabilidad social.

BIBLIOGRAFIA

Alviar, Oscar. Instrumentos de dirección monetaria en Colombia. Bogotá, Edit. Tercer Mundo, 1977.

Asociación de Profesionales de la Educación Superior.
-APESC- Modelos de Desarrollo Económico. Colombia 1960-1982. (1ed) Bogotá, Edit. La oveja negra, 1982.

Caballero, Carlos. El sector financiero en los años 80. (1ed), Bogotá, Ediciones Asobancaria, 1979.

Cabrera G., Mauricio. Inflación y política económica. (1ed), Bogotá, Ediciones Asobancaria, 1980.

Cabrera G., Mauricio. Sistema financiero y políticas antiinflacionarias 1974-1980. (1ed), Bogotá, Ediciones Asobancaria, 1980.

Chandayarkar, Anand. "¿Qué importancia tienen las finanzas para el desarrollo?". En revista Finanzas y Desarrollo. (Vol.X), 3, Bogotá, Edit. Fedesarrollo, 1973.

Centro de investigaciones económicas. Estructura financiera y desarrollo económico. Buenos Aires, Edit. del Instituto, Serie Ocre (Economía), 1965.

Currie, Lauchlin. Desarrollo económico acelerado -La necesidad y los medios. (1a.Reimp.), México, Edit. Fondo de cultura económica, 1974.

De Oteyza, José A. Políticas de fomento de los mercados de capitales. México, Edit. CEMLA, 1971.

Fedesarrollo. Lecturas sobre moneda y banca en Colombia. Bogotá, Edit. Stella, 1976.

Franco H., Jorge. Evolución de las instituciones financieras en Colombia. México, Edit. CEMLA, 1966.

Goldsmith, Raymond. La estructura financiera y el crecimiento económico. México, Edit. CEMLA, 1963.

González V., Claudio. Las instituciones financieras de desarrollo y la movilización de recursos internos en los países de América Latina. Bogotá, Publicaciones ANIF, 1977.

Gurley, J. y Shaw, E. S. "Financial aspects of economic

development" En The american economic review. (Vol.XLV)
4, 1955.

Mc Kinnon, Ronald. Dinero y capital en el desarrollo económico. México, Edit. CEMLA, 1974.

Nueva Frontera."El sistema financiero colombiano" . En
Nueva Frontera, (Documentos), 39, Bogotá, 1979.

Pieschacón, Francisco. " Notas sobre el mercado de capitales y descripción del sistema financiero colombiano".
En Publicaciones del postgrado en Administración. Bogotá, Universidad de la Salle, 1983.

Robinson,Joan. Ensayos sobre la teoría del crecimiento económico. (1a.Reimp.), México, Edit. Fondo de cultura económica, 1973.

Universidad Nacional de Colombia. El sistema financiero y el desarrollo en Colombia. (1ed) Bogotá, Publicaciones del Departamento de Investigaciones económicas, Facultad de Ciencias Económicas, 1982.

Zuleta J., Luis y Valencia, Jorge. Sector financiero colombiano: un análisis del desarrollo de la intermediación financiera . Medellín, Centro de investigaciones económicas, Universidad de Antioquia, 1980.

ANEXO 1

REPERCUSION DEL DESARROLLO
ECONOMICO EN LAS
ESTRUCTURAS FINANCIERAS

CUADRO A1.1
CUENTAS NACIONALES

ESTADÍSTICAS MONETARIAS						PIB (MILLONES)		
Saldo a fin de	Circulante	Depósitos en Cta. Cte.	Menos de Pago (M.)	Quasidíneros	Oferta Monetaria ampliada (M2)	PIB Per Cápita		T.C. % *
						VALOR	Precios Ctes.2	
1950	458	505	962	197	1.159			
1951	512	608	1.120	243	1.363			
1952	600	709	1.309	316	1.625			
1953	672	876	1.549	390	1.939			
1954	753	1.094	1.847	491	2.338			
1955	775	1.159	1.934	544	2.478			
1956	933	1.483	2.415	644	3.059			
1957	1.166	1.578	2.744	764	3.508			
1958	1.366	1.958	3.318	920	4.238			
1959	1.486	2.230	3.716	1.098	4.814			
1960	1.606	2.497	4.103	1.217	5.320			
1961	1.846	3.267	5.112	1.576	6.688			
1962	2.115	4.054	6.169	1.417	7.586	5090		-
1963	2.537	4.836	6.923	1.599	8.522	5184		18
1964	3.115	5.255	8.370	1.983	10.353	5.302		2.3
1965	3.595	6.085	9.680	2.245	11.925	5.426		2.3
1966	4.104	6.931	11.035	2.508	13.543	5.453		0.5
1967	4.759	8.691	13.450	2.945	16.395	5.470		0.3
1968	5.548	9.887	15.435	4.046	19.481	3.583		2.1
1969	6.554	11.894	18.448	5.507	23.955	3.645		1.1
1970	7.866	13.761	21.627	6.941	28.568	5.805		2.8
1971	8.627	15.368	23.995	8.472	32.467	5.979		3.0
1972	10.864	18.978	29.842	10.995	40.837	6.173		3.2
1973	12.762	25.810	38.572	16.828	55.400	6.328		2.5
1974	16.094	30.019	46.113	24.883	70.996	6.609		4.4
1975	20.816	38.099	58.915	36.638	95.553	6.860		3.8
1976	28.778	50.606	79.383	56.829	136.212	7.048		2.7
1977	40.469	63.035	103.503	79.554	183.057	7.089		0.6
1978	53.406	81.484	134.890	101.499	236.389	7.187		1.4
1979	66.705	100.932	167.637	119.857	287.494	7.300		1.6

NOTAS: 1.- Incluye cuentas de ahorro, CDT, depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda, cédulas del BCH y documentos por pagar de las compañías de financiamiento comercial.

2.- PIB Per Cápita = PIB Total precios corrientes ÷ Ingreso Nacional Real
Ingreso Nacional Real Per Cápita

* T.C. % Tasa de crecimiento anual.

Fuente: Banco de la República.

CUADRO A1.2 CUENTAS NACIONALES

INGRESO NACIONAL (MILLONES)					PRODUCTO INTERNO BRUTO - PIB-(MILLONES)				
AÑO	Ingreso Nacional Precios Corrientes	Ingreso Nacional Per Cápita Precios Corrientes	Ingreso Nacional Real Precios Constantes de 1970	Ingreso Nat. Real Per Cápita Prec. Constante de 1970	Precios Corrientes de Mercado	Precios Constante de Merc. de 1970	PIB. Per Cápita Precios constant'		
					T.C. %*	VALOR	T.C. %*	VALOR	T.C. %*
1960	22.104.1	1.434	60.559.2	3.930		26.746.7		78.436.1	
1961	25.475.9	1.601	63.530.9	3.995		30.421.0		82.441.7	
1962	20.817.8	1.755	67.018.1	4.083		34.199.2	13.7	87.020.9	5.1
1963	36.401.9	2.149	68.943.0	4.168		43.525.5	12.4	89.743.3	5.6
1964	45.355.6	2.594	75.972.5	4.348		53.760.3	27.3	95.319.7	3.1
1965	50.999.8	2.826	77.981.3	4.322		60.797.6	23.5	98.697.4	6.2
1966	60.360.2	3.242	82.459.3	4.428		73.612.3	13.1	103.972.2	3.5
1967	68.359.2	3.358	85.663.2	4.459		83.082.7	21.1	108.463.1	5.3
1968	78.630.7	3.965	91.431.0	4.612		96.421.7	12.9	115.061.7	4.3
1969	90.046.7	4.400	97.963.4	4.789		110.953.3	16.0	122.330.0	6.1
1970	106.096.3	5.024	108.582.6	5.047		130.361.4	15.1	130.361.4	6.3
1971	124.948.0	5.734	112.358.5	5.156		152.262.8	17.5	137.889.0	6.8
1972	153.988.0	6.847	123.418.0	5.488		186.092.3	16.8	148.629.5	5.8
1973	204.468.2	8.810	134.348.3	5.789		243.235.9	22.2	159.194.7	7.8
1974	278.023.0	11.524	145.255.0	6.065		329.155.4	30.7	168.786.9	7.1
1975	341.578.2	13.819	146.187.0	5.914		412.828.7	35.3	175.225.9	6.0
1976	437.950.1	17.172	167.640.3	6.181		534.015.3	25.4	183.296.1	3.8
1977	592.293.5	22.504	171.859.1	6.530		716.971.3	29.4	192.134.1	3.8
							34.2		2.7
							4.6		0.6
							4.8		1.4
									1.6

NOTAS:

* T.C. % Tasa de Crecimiento Anual.

1. EL PIB Per Cápita a precios constantes de mercado se obtuvo como sigue:

$$\text{PIB Per Cápita} = \frac{\text{PIB Total Precios Constantes}}{\text{Ingreso Nat. Real Per Cápita}}$$

Fuente: Cuentas Nacionales de Colombia. Banco de la República.

CUADRO A 1.3
CUASIDINEROS CAPTADOS POR EL SISTEMA FINANCIERO INSTITUCIONALIZADO
(Millones)

AÑO	Bancos Comerciales		Corporaciones Financieras		Corporaciones de Ahorro y Vivienda		Compañías de Financiamiento Comercial		Caja Agraria		Caja Social de Ahorros
	Depósitos a Término	Depósitos de Ahorro	Depósitos a Término	Otras Exibilidades	Cuentas de Ahorro	Depósitos a Término	Depósitos Ordinarios	Documentos por Pagar	Otras Exibilidades	Depósitos de Ahorro	Depósitos de Ahorros
1960	155	253	-	-	-	-	-	-	-	353	210
1970	99	1693	140	317	-	-	-	-	-	1.651	794
1971	104	2073	58	400	-	-	-	-	-	1.981	872
1972	63	3100	81	693	-	-	-	-	-	2.615	983
1973	63	4321	169	782	2.280	2.369	-	-	-	3.506	1.272
1974	2.681	5.409	229	982	5.217	3.104	-	-	-	4.029	1.466
1975	5.240	7.084	653	1.866	8.313	5.392	-	1.165	2.159	4.920	1.751
1976	9.223	9.891	3.662	1.954	12.010	7.463	876	3.115	329	6.575	2.339
1977	12.789	14.414	8.761	2.329	15.831	6.742	1.834	5.797	268	9.016	2.619
1978	16.230	21.425	14.663	3.163	20.924	8.727	5.305	7.470	631	10.950	3.658
											1.253

CUADRO A 1.3'
CUASIDINEROS CAPTADOS POR EL SISTEMA FINANCIERO INSTITUCIONALIZADO
(Millones)

AÑO	Bancos Comerciales		Corporaciones Financieras		Deposiciones de Ahorro y Vivienda		Impuestos de Fintamien- to		Caja Aportada		Caja Social de Ahorros		TOTAL	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
1960	408	41	-	-	-	-	-	-	663	57	22	2	993	100
1970	1.792	33	1.040	19	-	-	-	-	2.445	48	82	2	5.359	100
1971	2.177	35	1.125	18	-	-	-	-	2.853	46	93	1	6.290	100
1972	3.163	37	1.552	20	-	-	-	-	3.338	42	116	1	6.529	100
1973	4.384	27	2.407	15	4.649	28	-	-	4.778	29	147	1	18.465	100
1974	8.050	33	2.805	11	6.321	33	-	-	5.435	22	185	1	24.996	100
1975	12.324	31	4.037	10	13.706	34	3.324	8	6.671	18	285	1	40.346	100
1976	19.114	32	7.108	12	20.349	34	3.444	6	8.914	15	451	1	59.378	100
1977	27.203	33	12.569	15	24.407	30	5.058	7	11.634	14	748	1	82.626	100
1978	37.665	32	19.343	17	34.956	30	8.101	7	14.608	13	1.253	1	118.916	100

Fuente: Reporte de la Superintendencia Bancaria.

CUADRO A1.4
ESTADÍSTICAS E INDICADORES MONETARIOS

ESTADÍSTICAS MONETARIAS (MILLONES)				INDICADORES MONETARIOS (%)					
Medios de Pago (M ₁)	Cuasidineros	Oferta Monetaria Ampliada (M ₂)	P I B	Saldo a fin de:	M ₁ /PIB	M ₂ /PIB	Cuasidina-ros/PIB	Cuasidina-ros/M ₂	Dep. Cto. Cto./M ₁
962	197	1.159	7.860,5	1950	12.2	14.7	25	17.0	52.5
1.120	243	1.363	8.940,9	1951	12.5	15.2	2.7	17.8	54.3
1.309	316	1.625	9.650,9	1952	13.6	16.8	3.3	19.4	54.2
1.549	390	1.939	10.734,7	1953	14.4	18.1	3.6	20.1	56.6
1.847	491	2.338	12.758,8	1954	14.5	18.3	3.8	21.0	59.2
1.934	544	2.428	13.249,8	1955	14.6	18.7	4.1	22.0	59.9
2.415	644	3.059	14.862,8	1956	16.2	20.6	4.3	21.1	61.4
2.744	764	3.508	17.810,6	1957	15.4	19.7	4.3	21.8	57.5
3.318	920	4.238	20.682,5	1958	16.0	20.5	4.4	21.7	59.0
3.716	1.098	4.814	23.648,8	1959	15.7	23.3	4.6	22.8	60.0
4.103	1.217	5.320	26.746,7	1960	15.3	19.9	4.6	22.9	60.9
5.112	1.576	6.688	30.421,0	1961	16.8	22.0	5.2	23.6	63.9
6.169	1.417	7.586	34.199,2	1962	18.0	22.2	4.1	18.7	63.7
6.923	1.599	8.522	43.625,5	1963	15.9	19.6	3.7	18.8	69.9
8.370	1.983	10.353	53.760,3	1964	15.6	19.3	3.7	19.2	62.8
9.680	2.245	11.925	60.797,6	1965	15.9	19.6	3.7	18.8	62.9
11.035	2.508	13.543	73.612,3	1966	15.0	18.4	3.4	18.5	62.8
13.460	2.945	16.395	83.082,7	1967	15.2	19.7	3.5	18.0	64.6
15.435	4.046	19.481	96.421,7	1968	16.0	20.2	4.2	20.8	64.1
18.448	5.507	23.955	110.953,3	1969	16.6	21.6	5.0	23.0	64.5
21.627	6.941	28.568	130.361,4	1970	16.6	21.9	5.3	24.3	63.6
23.995	8.472	32.467	152.262,8	1971	15.8	21.3	5.6	26.1	64.0
29.842	10.995	40.837	182.092,3	1972	16.4	22.4	6.0	26.9	63.6
38.572	16.828	55.400	243.235,9	1973	15.9	22.8	6.9	30.4	66.9
46.113	24.883	70.996	329.155,4	1974	14.0	21.6	7.6	35.0	65.1
58.915	36.638	95.553	412.828,7	1975	14.3	23.1	8.9	38.3	64.7
79.383	56.829	136.212	534.015,3	1976	14.9	25.5	10.6	41.7	63.7
103.503	79.554	183.057	716.971,3	1977	14.4	25.3	11.1	43.5	60.9
134.890	101.499	236.389	n.d.	1978	n.d.	n.d.	n.d.	42.9	60.4
167.637	119.857	287.494	n.d.	1979	n.d.	n.d.	n.d.	41.7	60.2

NOTA: n.d. No disponible

Fuente: Cálculos Departamento Económico Asobancaria.